

## 政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日時：2011年12月20日（14:00～16:32）

12月21日（9:00～12:11）

場 所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席委員：議長 白川方明（総 裁）  
山口廣秀（副 総 裁）  
西村清彦（ 〃 ）  
中村清次（審議委員）  
亀崎英敏（ 〃 ）  
宮尾龍蔵（ 〃 ）  
森本宜久（ 〃 ）  
白井さゆり（ 〃 ）  
石田浩二（ 〃 ）

政府からの出席者：

財務省 佐藤慎一 大臣官房総括審議官（20日）

藤田幸久 財務副大臣（21日）

内閣府 井上裕行 大臣官房審議官（経済財政運営担当）（20日）

石田勝之 内閣府副大臣（21日）

（執行部からの報告者）

理事	山本謙三
理事	中曾 宏
理事	雨宮正佳
理事	木下信行
企画局長	門間一夫
企画局審議役	梅森 徹（21日 9:00～9:23）
企画局政策企画課長	神山一成
金融市場局長	青木周平
調査統計局長	前田栄治
調査統計局経済調査課長	関根敏隆
国際局長	大野英昭

（事務局）

政策委員会室長	飯野裕二
政策委員会室企画役	橘 朋廣
企画局企画調整課長	千田英継（21日 9:00～9:23）
企画局企画役	奥野聡雄
企画局企画役	浜野邦彦

## I. 開会

(14 時 00 分開会)

白川議長

金融政策決定会合を開催する。まず初めに、議題の追加についてご説明する。日本銀行は、11 月 30 日の臨時金融政策決定会合において、5 中央銀行、すなわちカナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スイス国民銀行との間で、不測の事態への対応措置として、2013 年 2 月 1 日を期限とする為替スワップ取極を締結することとした。これを受け、執行部では、これら 5 中央銀行とともに為替スワップ取極の具体的な内容について検討を進めてきたが、今般、それぞれの中央銀行の担当部署との間で所要の調整が完了した。また、為替スワップ取極に基づいて調達した米ドル以外の外貨により日本銀行が資金供給を行う場合の枠組みについても、検討作業が終了した。こうしたことから、「5 中央銀行との間で締結する為替スワップ取極の要綱および米ドル以外の外貨資金供給オペレーションの基本要領等の制定」に関する件を議題として追加することとし、明日、執行部説明と所要の採決を行いたいと思う。

それでは、本日及び明日の議事進行について改めてご説明する。本日は、金融経済情勢に関する執行部の報告である。明日は、最初に「5 中央銀行との間で締結する為替スワップ取極の要綱および米ドル以外の外貨資金供給オペレーションの基本要領等の制定」に関する執行部説明と採決、二番目に金融経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、六番目に 11 月 15、16 日及び 11 月 30 日開催の決定会合の議事要旨の承認、最後に 2012 年 1 月から 12 月の金融政策決定会合の開催予定日の承認である。ここで、政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは佐藤慎一大臣官房総括審議官、内閣府からは井上裕行大臣官房審議官である。会合の中でのご発言は、全て記録すること

が前提である。委員及び政府出席者は、そのことを踏まえてご発言をお願いする。

## Ⅱ. 金融経済情勢に関する執行部報告

白川議長

金融経済情勢についての報告に入りたいと思う。

### 1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料－1、2）

白川議長

最初は、金融調節、金融・為替市場動向である。

青木金融市場局長

それでは、資料－1、2（参考計表）【追加】に基づいて説明申し上げる。まず、図表 1－1、金融調節の実績の推移をご覧頂きたい。無担保コールレート（オーバーナイト物）の金利は、潤沢な資金供給によって 0.07～0.08%台で落ち着いている。当座預金残高であるが、前回会合時分は、為替介入資金の流入から 35 兆円程度となっていたが、11 月下旬以降は、財政の大幅揚げ超を反映する形で減少し、足許では 27 兆～28 兆円台で推移している。先行きについては、本日の国債大量償還によって 38 兆円程度まで増加した後、年末にかけて 37 兆円前後で推移する見通しである。図表 1－5 は最近のオペ結果である。まず、資金供給オペの表で、金利入札方式による共通担保資金供給については、市場の安定に万全を期す観点から、国債発行等による資金不足を埋めていく形でオファーを続けたが、強い資金余剰感を背景にほとんどが札割れとなった。この間、国債買入れについては、月 1.8 兆円ペースで順調に買入れをこなした。次の表の資産買入等基金の運営であるが、固定金利方式による共通担保資金供給の応札倍率は、3 か月物は概ね 2 倍台で安定しているほか、一頃低調であった 6 か月物についても直近分は 2 倍に達した。夏場のような付利金利引き下げ期待が消え、長めの調達を行っても大丈夫との安心感がある中で、エンド日

に確実にロールされるとみられている固定金利オペの利用ニーズが、ここへきてやや強まっている。その次の国庫短期証券買入れについては、このところ年末を控えて、都銀が手許資金を短国運用に振り向ける動きが強まっており、短国需給の逼迫から、基金による買入れは再び難しくなる方向にある。12月1日オファ分では、応札倍率が1倍台に低下し、落札レートは下限金利の0.100%まで低下した。この間、国債買入れについては応札が順調で、倍率は2倍台後半が維持されている。次の社債等買入れについては、12月分を8日に実施したが、2,000億円のオファーに対し応札は1,634億円にとどまり、11月に続いての札割れとなった。証券会社などからは、オペに応じる玉の在庫不足が指摘されている。電力債の発行がなく、再投資の対象銘柄が限られる中で、投資家は残存期間が短くなった社債を手放しにくくなっており、ポジション調整目的の季節的な応札需要もほとんどみられなかった模様である。次のCP等買入れであるが、応札状況は安定しており、年末にかけての企業の資金ニーズを背景とする発行レートの上昇を受けて、落札レートは従来の0.10%台から0.11%台へと幾分上昇し、応札倍率は2倍台で安定している。ETF、J-REITについては、それぞれ3回520億円、4回31億円の買入れを行い、買入残高はいずれも基金目標額の6割弱となっている。以上の結果、資産買入等基金の残高は、12月15日時点で41.8兆円となっている。6頁の米ドル資金供給オペであるが、今月13日オファの3か月物に48億ドル、本日オファの2週間物に90億ドルの応札があった。邦銀は、年末越えのドル資金調達をほぼ終了しており、ドル繰りに支障が生じている訳ではないが、ドルオペ適用レートの割高感が弱まり、他のドル調達手段からの乗り換えや裁定目的の応札などがみられたようである。その他中銀のドルオペ実行残高は、ECBが576億ドル、SNBが7,500万ドル、日銀分と合わせた中銀全体では716億ドルとなっている。

図表2-1(2)の短期金利をご覧頂きたい。短国レートは、全ゾーンで横這いとなっているが、実勢では若干低下圧力がかかっている。年末を控えて都銀が短国買いによる手許資金残高の抑制を進めているほか、海外中

銀等の短国運用ニーズも、今年の夏ほどではないが、引き続き根強いからである。短国需要が強いことから、証券会社の在庫ファイナンスのニーズは小さく、このためレポ金利も0.1%で横這いである。このレートで放出できない都銀や系統機関は短国運用に向かい、一段と短国ニーズを押し上げている。この辺りを一言で言うと、年末が近づく中で、都銀が当預残高を抑制していく動きが起点となって、短国買いやレポ放出のニーズが強まり、そうした中で基金の短国買入れも難しい状況が続いたという構図である。図表2-2の(2)をみると、CP発行金利は引き続き低位で推移しているが、前回会合後、若干ながら強含んでいる。これは、年末が近づく中で、季節的に発行が増えていることが影響している模様である。なお、CP発行残高は、引き続き前年比プラスで推移している。図表2-4をご覧ください。(1)にあるように、ドル資金市場では、6中銀による米ドルオペ金利の引き下げ等を受けて、ドルLIBORの上昇ピッチは、一時的に幾分鈍化する場面もあった。もっとも、カウンターパーティ・リスクが強く意識される地合いに変化はない。ここにはないが、ユーロドル金先レートも、来年前半の限月物が0.8%から0.6%に低下した後、足許では0.7%位にまで戻している。(2)のLIBOR-OISスプレッドをみると、右の方で真ん中を走るドルは引き続き上昇傾向、その上のユーロについても、LIBORそのものは8日のECB利下げを反映して小幅低下したが、対OISスプレッドは引き続き高水準にあり、緊張度の高い状態が続いている。図表2-5で、為替スワップ市場の様子をご覧ください。右側二つのグラフが3か月物で、(1)が円投、(2)がユーロ投である。ドル転コストは、特に3か月物の二つのグラフをご覧くださいと分かるように、アップダウンを繰り返しつつ、引き続き高水準でとどまっている。ドルオペ金利の引き下げや、以上のようなドル資金市場の最近の動きを整理すると、次のようになるかと思う。まず第一に、ドルオペが、流動性は供給するもののカウンターパーティ・リスクを縮小させる手段とはならないことから、ドルLIBORやドル転コストを大きく低下させることには繋がっていない。第二に、実際、ドル資金の出し手は、カウンターパーティ・リスクを意識

してLIBORベースの無担保資金の放出を大きく抑制しているほか、為替スワップ市場でも年末のバランスシート制約も意識して積極的に取引する姿勢はみられない。第三に、こうした中で、金利引き下げ後のドルオペ利用状況をみると、欧州では、担保に余裕のある先がかなりドルオペ利用に向かった模様である。第四に、一方で、欧州系の一部金融機関は、カウンターパーティ・リスクを背景にドル調達に難儀しているようである。保有する周縁国債の値下がり等で、ドルオペ利用に必要な担保の確保も難しく、結局は手許のユーロ資金を高いプライスでドル転することを余儀なくされている。第五に、この間の本行のドルオペ応札状況をみると、一部中小金融機関等では、ドルオペを実需目的で利用しているようであるが、それ以外にも裁定目的で利用するケースも少なくない模様である。もっとも、主要金融機関の年末越えドル調達はほぼ終わっており、本行ドルオペへの応札額は然程大きくなっていない。最後に、今後については、年明け後もカウンターパーティ・リスクが大きくは改善せず、ドル調達コストが高止まりを続ければ、年末越え資金のロール・オーバーが行われる中で、ドルオペの利用が大きく増える可能性があると考えられる。

図表 2-7 をご覧頂きたい。(2) が主要国の長期金利の動きである。点線がドイツの 10 年物金利であるが、前回会合後、ドイツの今後の財政負担について懸念が強まる中で、発行入札が大幅札割れとなったことから、金利が 2.3% 台へと大きく上昇した。しかし、その後は、5 年債入札が無難に終わったことなどから、長期金利は低下に向かい、直近では 1.84% と、2% を割る水準になっている。細い実線の米国 10 年物金利は、逃避買いの動きが強まって一時 1.8% 台まで低下した後、米ドル資金供給拡充などで不安感が後退するに伴い 2% 台へと小幅上昇したが、最近では、格付機関がユーロ圏 15 か国を格下げ方向で見直すと発表したことなどから、1.81% と再び 2% を割り込む展開となっている。この間、日本の 10 年物金利は、ドイツ国債札割れを機に、海外ファンド勢が先物売りを仕掛け、これが現物の調整売りを誘発し、金利は 1.07% まで上昇した。もっとも、1.0% を超えたところでは、余裕資金の大きい地銀などの買い姿勢が強ま

り、金利が低下し、足許では0.9%台後半に戻っている。なお、安全資産への逃避が進む中で、米独では3か月物の短国が買われ金利がマイナスになるとともに、2年物といった短期ゾーンも金利低下が目立つ。この1か月の金融市場の特徴の一つは、後からみて頂くように、広範なリスク性資産からの逃避が発生したことである。各国で株価等が下落したほか、資源国通貨やコモディティ価格も下落した。その後、イタリアなど欧州国債の金利上昇に併せる形で、今お話ししたように、従来安全資産とされたドイツ国債も一時は売られ、その余波を受けて、日本の国債も値下がりする場面があったと整理できるかと思う。

次に、社債流通市場のスプレッドである。図表2-10の(2)で欧米の社債流通スプレッドをみると、ドルオペ金利の引き下げやECBによる流動性供給策の強化が好感され、金融機関債を中心に縮小に向かったが、ユーロ圏諸国のソブリン格下げが予想される中で、スプレッドの水準は高止まりしている。こうした欧州クレジット市場の緊張は、(1)の日本の社債市場には大きな影響を及ぼしてはいない。ここへきて、電機、海運、証券などで格付けが悪化する企業が散見されるが、基本的には個社要因であり、この間電力の起債停止で需給がタイトであることなどから、流通市場は堅調さを維持している。この間、図表2-12の欧米CDSプレミアムも、社債スプレッドとほぼ平行な動きで、日本のCDSも欧米と同様の推移を辿った。

図表2-13で日米欧の株価の動向をみると、(3)の欧州は、ドイツ国債の入札不調やベルギーの格下げ等を機に低下した後、ドルオペ金利引き下げで金融株中心に値を戻したが、直近では、格付機関が来年入り後にユーロエリアのソブリン格付けを見直す方針を示したことなどから、再び下落方向で推移している。(2)の米国、(1)の日本も概ね同様の動きとなっている。図表2-15の一番下のグラフでREIT指数の動きをみると、海外におけるリスク回避姿勢の強まりから、11月下旬には2009年3月以来の安値を付けた後、若干反発している。個人投資家による通貨選択型投信の解約が一服気味となる中で、分配金利回りが6%を超えるところまでRE

IT指数が低下し、割安感から米国やアジアの年金やファンドが買いを入れ始めたことが背景である。もっとも、個人投資家による通貨選択型投信の売りは緩やかになってきたものの、買い圧力が強まるには至っていないほか、REIT全体として今後も質の悪い増資が続く見通しにあること、都心オフィスの大量供給で不動産市場の好転も暫く見通しにくいことから、REIT指数がしっかりと上向くとの声は聞かれない。図表2-16にあるように、REIT指数の反発を反映して、イールド・スプレッドは小幅低下しているが、引き続き高水準となっている。

図表2-17(2)で、前回定例会合後の名目実効為替レートの動向をみると、ユーロは下落基調が続き、直近ではユーロ諸国の格下げが予想される中で下落テンポを速める一方、米ドルと円が安全資産として買われ上昇している。もっとも、円については介入警戒感が持続する中で、上昇幅はドルに比べ小幅となっている。(1)の右側のグラフで一番上を走るユーロの対ドル相場は、米ドル資金供給の拡充で幾分持ち直した後、ECBによる利下げや格付機関によるユーロ諸国格下げの可能性が高まったことからユーロ安方向への動きが強まり、今月半ばには1.2ドル台を付けた。太線のドル/円相場は、為替介入により輸出企業のドル売り圧力が緩和したことや、介入警戒感から円の上値が抑えられ、狭いレンジで推移したが、ユーロやリスク通貨が売られ、ドルが買い進まれる場面では幾分円安方向に振れた。図表2-19(1)で資源国通貨等の対ドル、対円相場をみると、米国経済指標の予想比上振れや米ドル資金供給オペの金利引き下げ等を受けて、やや持ち直す場面もあったが、総じてみれば欧州ソブリン問題への警戒が高まる中で、自国通貨安方向で推移している。このため、(2)の外為証拠金取引のポジションをみると、先の為替介入で縮小したドル買いのポジションが横這い推移となる中で、対円で安くなった資源国通貨を中心にその他通貨の買いポジションがやや拡大している。

図表2-20(3)にあるように、コモディティ価格は、欧州情勢への警戒感が強い中で、軟調に推移している。原油先物も足許総じてみれば軟調であるが、WTI原油の在庫減少期待、あるいはEUがイラン原油の輸入



を禁止するのではないかといった供給懸念から、価格が上昇する場面もみられている。この間、金については、概ねコモディティに沿った動きであるが、リスク回避姿勢が強まる際には、金を売却してキャッシュ化する動きが強まり、金価格が大きめに低下する場面がみられた。以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

亀崎委員

昨日の北朝鮮の総書記に関する報道で、韓国では海外投資家が急激に引き揚げ、株が下がり、それで債券安になった。アジア全体でも押し並べて通貨安、株も下がる状況になったが、これはあくまでも政治リスクを意識した一時的な動きで、これが何かトレンドを作るものではなく、むしろ今後北朝鮮の政治体制がどういう形になっていくのかにかかっているとみているが、執行部ではどうみているか。

青木金融市場局長

私共の方も、この北朝鮮の問題については、最終的には北朝鮮と中国の接近といったところが市場では注目度が高い、と聞いている。足許の相場については、昨日もニュースが流れた直後には、例えば、韓国KOSPIでも4%と大きく下がったが、その韓国でさえ若干戻っていて、直後の大きな反応はその日のうちにかなり薄まった。韓国以外は既にかなり元へ戻ってしまっていて、今は、もう少し長い目でみた影響に注目しているところだと受け止めている。

白井委員

確認したい。ECBの適格担保要件が12月8日に緩和されたが、その結果、ECBのドル供給オペにもその要件が適用されると考えて宜しいか。そうすると、欧州の銀行は、ドルへのアクセスがよりしやすくなるという

判断で宜しいか。

青木金融市場局長

私は、担保は同じだと理解している。確かに、E C Bに置いてある担保の使い道は大きな問題になっている。先程も申し上げたが、特に欧州の銀行で、若干担保の不足するところはある。マクロでは——前にもお話ししたように——半分位しか使っていないが、偏在があるので、中には担保が不足しがちになるところがあるという状況がまずある。そういう中で、その担保を何に使うのかという問題で、ユーロも勿論取らなければならないが、ドルも取らなければならないということで、今のところは、担保が不足しているところについては、担保の緩和を一生懸命やることで、何とか担保繰りのヒッチを回避しようとしているとみている。

宮尾委員

ドル供給オペに、適格担保の緩和の部分が使えるということか。

白井委員

使えるということであるか。

青木金融市場局長

そうである。もう一度確認するが、一応そう理解している。

白井委員

日銀と同じであるか。

青木金融市場局長

そこはもう一度確認させて頂きたい。また、別途お調べしてお答えする。

白川議長

今の点は、確認するまでもなく、それは当然使えるものである。

青木金融市場局長

そうだと思う。

白川議長

確認すると言われると、不安になるが、私の理解は明確に使えるということだが。

宮尾委員

銀行貸出なども緩和されたが、そうであるか。分かった。

白井委員

同じであるか。

宮尾委員

同じというか、使えるということであるな。今の点にも関連するが、先程もご指摘があったいわゆるカウンターパーティ・リスクの高まりについて、ドル調達環境では勿論まだ高い状況が続いていて、米銀が出し渋っているのはよく分かるが、欧州の中のユーロの資金調達、あるいはターム物の資金調達でも、欧州からの色々なメモ等によれば、まだカウンターパーティ・リスクというか、緊張感の高い状態が続いているということが散見される。一方で、ECBが——今話があったように——強力な金融緩和と担保要件の緩和と3年物の無制限のオペなど色々な措置を取っていて、流動性対策は万全なはずなのに、それでもユーロの金融機関同士でのユーロの資金調達で、まだそういう緊張感が高いというのは、どう考えれば良いか。

青木金融市場局長

やはり欧州の金融機関の中には、周縁国国債を一杯抱えていて、その値下がりや資本が毀損するといった銀行経営に及ぼす影響がまだ相当懸念されているところもあるということである。

宮尾委員

周縁国国債を持っているのは、中小の金融機関という理解で良いのか。特定はできないのかもしれないが。

青木金融市場局長

中小と言って良いかはどうかは分からないが、そういう懸念があることから、当然、カウンターパーティ・リスクはドルであれユーロであれ同じで、資金の出し手は同じように警戒するということなのだろうと思う。

宮尾委員

ストレステストとか資産状況とかを一応つぶさに出して不安を解消して、流動性も対応して、それでもまだ不安があるというのは、一つは担保繰りの懸念があるのかもしれないし、それからまだ表面化していない何かレガシーアセットみたいなものかもしれない。あるいは、カバードボンドと言われるものが来年の償還を控えて、ちゃんと調達できるか、ロール・オーバーできるか、そういう不安なのかとも思ったりもする。それにしても、ECBがこれだけ流動性を潤沢に準備しているにもかかわらず、ドルが取れないというのは何となく分かるが、なぜそんなにユーロも取りにくいのか、あるいは緊張が続いているのかがもう一つ解せない。

青木金融市場局長

ユーロは、今おっしゃったように、無制限オペなどもあるが、それにしても勿論担保が用意できる必要があるし、無制限オペがあるからといって

盤石ではない訳である。

雨宮理事

今、宮尾委員がおっしゃった点は、むしろ流動性を手当てしてもなお不安が残るところに問題の本質があると思う。

宮尾委員

ソルベンシーのリスクだということであるな。

雨宮理事

この1か月間の金融市場の大きな変化と言うと、先月末から今月初めにかけての中央銀行の協調行動とEUの首脳会議でそれなりの対応策が出されたことで、マーケット全体としては、リスクオフがどんどん強まるという地合いではなく、一種の一服感はあるようにはみえる。ただし、仔細にみると、例えば、周縁国の長期金利は下がって上がったけれどもピークよりはまだ低いという意味では、状況はむしろ改善している。これに対して金融機関を巡る市場状況は、どちらかと言うと、緊張が続いている。従って、恐らく問題の根本には、大きく言うと二つあって、一つは、中央銀行の流動性対策だけでは解決できない問題があるということである。今もう既に話題になったとおり、オペも全てではない——担保制約あるいはまだスティグマが相当残っているようなので、オペで全部解決できるということではない——ということである。もう一つは、仮に流動性が万全だとしても、基本的な、いわば国債の保有に伴う金融機関のバランスシートの健全性に関する懸念はまだ残っているということである。それはなぜかと言うと、元々の欧州のソブリン問題に対する解決がまだ途上であるということなのだろうと思う。そういう意味では、この1か月間の特徴的な動きだったとは思ふ。

宮尾委員

それは、むしろ高まっているという理解で宜しいか。

雨宮理事

高まっているとまで言うのは、多分言い過ぎだと思う。

石田委員

要するに、インターバンクでは担保を使っていないからで、ECBとの間は担保があっってお金が出てくるが、インターバンクは全然違うものだと思うえば良いのではないか。担保がないところで——無担で——やるかということである。カウンターパーティ・リスクがあるところで。

雨宮理事

もう一つの特徴は、無担のマーケットは流動性が物凄く落ちているということがある。例えば、無担のマーケットは非常に変動が大きくなっているが、出し手は市場に出さないなので、取引が非常に小さくなっているので、レートがなかなか動かないという面もあるようには思う。

中村委員

本行のドル供給オペに関して、先程もご説明があったが、意欲的で一部に裁定目的もあるという話であった。年が変わってそういう裁定もあるということは——本邦ではスティグマの問題はもうないのではないかと思うが——、その裁定をどんどんやっていく向きがあるのか、あるいはやはりバランスシート等があるからそれは限定的なのか、その辺はどうみているか。

青木金融市場局長

今の段階では、実際に実需でドルが欲しいと思って取っているところもあると思う。例えば、地銀などは、要調達額というか、年末に取らなければ

ばいけないドルの規模も小さいので、かなり年末に引き付けてドルを取るという傾向があって、今回ドルオペを提供したらちょうど良い塩梅だということ取ると、という動きがあると思う。しかし、それを除いた部分は——裁定という言葉で一括りにして良いかどうかは分からないが——、概ね取らなくても良いのだが、安いので取って鞘を抜くという行動なのだと思う。ただ、これもあまり大規模にやると、これはこれでかつて取っていたものを安いドルオペでリプレイスしていくというのであれば「ちゃら」なのだが、それでどんどん積み上げていくとバランスシートに影響が出てしまうので、今のところはそこその規模にとどまっているのだと思う。であるから、今後年が明けると、今度はいよいよ実需が出てくる。12月越えで取っていたお金のデューがきて、全部ではないがその一部をロール・オーバーしていかなければいけないというような実需が出てくるので、その時には、他のマーケットの金利との関係次第ではあるが、今よりも多くのドルオペ利用が出てくる可能性があると思う。

中村委員

予備的に取ったものは最悪それを運用しても損はないから、予備的に取っておこうということなのか。少し懸念したのは、年が明けてむしろ積極的にそれを使って裁定取引をするといった向きが出てくるのかどうかということである。

青木金融市場局長

予備的なものがどの位あるのか、そこは良く分からない。

森本委員

社債買入れの札割れについて、原因は先程聞いたが、社債市場はこれからもそれほど状況は大きく変わらないと思うし、買入規模がまだあと半分残っている。そういう中で、評価というか、要するに0.8倍位であれば社債市場の安定にも繋がるし、少し微妙な話かもしれないが、この位のレベ

ルであれば仕方ないという格好である程度継続していくのか、やはり札割れを起こさないような格好で何とか市場の状況をみていくということになるのか、どのような感じか。

青木金融市場局長

少なくとも、私共金融市場局では、決められた金額を年末までに買うというパスを描いて買っているが、やはりそう楽ではないなと思う。新規の発行がそんなに増えていく訳ではないし、かつ投資家も抱えがちになっているという意味では、適格な物を買っていってしまうと、長い物なので段々在高が減っていくという傾向が強くなる。この先は買入れが簡単ではない状況が続いていくのだろうと思っている。

森本委員

こういう状況であれば、0.8倍とか0.9倍位の水準であれば、ある程度やむを得ない。ほどほどに市場を支える役目はあるので……。

雨宮理事

0.8倍、0.9倍というのは、札割れ率というか充足率である。今マーケットの反応をみると、確かに二回連続で札割れしたが、これはある種金融緩和が非常に進んでいて、かつ社債市場について言うと、我々の購入対象の規模は元々そう大きくはないので、その中である程度運用の玉を手許に残しておきたいというニーズが相当強い。そういう意味では、今マーケットから大量に買うのはなかなか難しいだろうという理解はある。要するに、変なことが起きているというよりは、緩和が進んだことの一環として受け止めていると思う。そのうえで、こういう状況でも、それなりに日本銀行がオペを続けるということは、世界的に金融の不確実性がある中で、日本の社債・CP市場の安定が保たれている要因、一因、安心材料として、いわばバックストップという効果を現しているという評価が大半だろうと思う。従って、我々としては、とにかく来年末までに目標の2.9兆円を買っ



ていく、まだ先があるので、一応市場の地合いをみながら清々とオファーをしていく、ということが基本だろうと思う。そのうえで、以前も決定会合でご議論になったが、いよいよ積み上げが難しくなったという時には、これはもう緩和の効果が出たということで、そこまでで良しとするのか、何か別の方策を考えるのか、それはその時のご判断だとは思いますが、当面はやはり市場の安心材料として同じ姿勢を続けるということが肝要であると考えているし、マーケットもそのように受け止めていると思う。

白川議長

他にないか。

## 2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

白川議長

それでは、次に海外経済情勢に移りたいと思う。

大野国際局長

国際局から海外経済の現状評価についてご報告申し上げます。「海外経済・国際金融の現状評価」参考計表【追加】をご覧頂きたい。計数に入る前に、先進国及び新興国経済の全体感について一言申し上げます。米国については、クリスマス商戦は、序盤、堅調な結果となったようである。このところ、ご承知のとおり、米国経済についてはポジティブな経済指標が増加している。他方、ユーロエリアについては、心配していたとおりと言えるが、ドイツなどのコア諸国も含め生産の減少が明確化してきている。そのため、今回は現状判断として、従来の「横這い圏内の動きとなっている」という表現から、「停滞色を強めている」というように下方修正させて頂いた。ユーロエリアの先行きについても「当面、停滞色が強い状態が続く」とみている。また、新興国経済についても、欧州をはじめとした先進国経済の減速が、主として貿易チャネルを通じて影響を及ぼしつつある。中国経済は、輸出が減少するもとでも堅調な内需に支えられ、高成長が持続し

ているが、他方、NIEs・ASEAN諸国においては、タイの洪水の影響も加わる形で輸出が減少している。経済も幾分減速していると判断している。このように、ユーロエリア経済の停滞色が強まったこと、そして先進国減速の影響が新興国にも及んでいるという二点から、世界経済全体の現状判断についても、これまで「減速しつつも回復を続けている」と申し上げていたが、今回「減速している」と変更させて頂いた。概観は以上である。

それでは、米国からみていきたいと思う。まず図表 1-1 であるが、個人消費関係について整理している。(1) の小売売上高、11月は+0.3%とまずまずの伸びとなった。感謝祭後のクリスマス商戦の序盤は堅調に推移した模様である。先週末には、全米の小売業協会がクリスマス商戦の見通しを出しているが、これまで前年比+2.8%と言っていたものが+3.8%と、前年の実績並みであるが、引き上げている。また(1)の細実線の方であるが、自動車販売も引き続き堅調である。一方、(2)の実質可処分所得をみると、依然低めの伸びとなっている。この裏で、(3)の貯蓄率は低下という形である。こうした米国の最近の個人消費の数字は、(4)の消費者コンフィデンスをみても、改善はしているが、その水準はなお低い。そうしたことからみて、やや出来過ぎかなといった感がある。最近の個人消費の堅調さには、サプライチェーン障害からの回復、ペントアップ・デMANDといった一時的な要因も相応に寄与しているとみられる。先行きについては、多少の反動が出てもおかしくないというように、慎重な見方をしている。ただ、基本的な背景としてポジティブな要因もある。一つは、所得を巡る環境について、明るめの材料が増えてきていることである。(5)の新規失業保険申請件数は、逆目盛なので上がっていくということは改善しているということである。雇用環境は底堅さを増しているように見受けられる。それから、物価上昇率の鈍化、雇用環境の改善といったことは、所得面からの先行きの個人消費の下支え要因として、相応に期待できるのではないかとみている。次に、図表 1-2 で企業関連と物価についてみていきたいと思う。(6)の鉱工業生産は増加し、稼働率も高まってきている。

もともと、先行きについて、(7)のISM指数をみると、企業マインドは50を僅かに上回る水準にとどまっている。企業としては、(8)の受注・在庫バランスが示すように、在庫は抑制、(9)の設備投資スタンスも慎重ということで、概ね慎重なスタンスを維持している。最後に物価であるが、(10)のガソリン価格は低下を続けている。(11)の消費者物価の前年比は、総合ベースでは縮小をみている。先行きも、私共としては、総合ベースでみた消費者物価の前年比は低下していくとみている。米国は以上である。

図表2は、欧州経済である。(1)には、いわゆる民間のコンセンサス・フォーキャストを挙げている。12月時点の2012年の実質GDP成長率の見通し、分布をご覧頂きたい。11月と比べて、僅か1か月であるが、中央値については-0.1%と、前月+0.4%から0.5%ポイント低下している。さらに、分布の裾野も大きく広がっている。グラフ左の方の濃いグレー部分であるが、-1%以上の大きなマイナスを予想する向きも少なくないという状況である。このように、ソブリン問題に対する不透明感が高い中で、民間の見通しは急速に悲観的になっている。実際、予想していた動きではあるが、ドイツなどのコア国も含めて、生産の減少傾向が明確になっていることが、(2)、(3)でご覧頂けると思う。(2)の製造業PMIは50割れの低水準で推移しているほか、(3)の鉱工業生産についても、10月には前期比で減少した。国別にみても、ドイツ、フランス、イタリアで減少している。景気減速が周縁国にとどまっていないことが、改めてハードデータで明確になっている。さらに、PMIなどから判断すると、11月以降、生産は減少基調で推移している可能性が高いとみられる。需要項目別にみると、(4)のドイツの投資財受注が、10月は国内向けを含めてはっきりと減速感が窺われる。また、消費に関しても、(5)の消費者コンフィデンスがなお悪化していることから、相当弱めの動きになっている。このように内外需の減速が生産減少にも波及する形で、ユーロエリア経済は停滞色が極めて強まっているという判断である。欧州経済は以上である。

欧州ソブリン問題に関連した金融市場の動きをみてみたいと思う。前回

の定例会合以降の局面としては、11月下旬までの悲観局面、そして二つ目、欧州当局の政策対応への期待の強まり、あるいは各国中銀の協調対応策などを受けて、リスク資産が価格を上げた楽観局面、そして最後に、12月9日のEUサミット後の局面、このように分けられると思う。一旦は、真ん中のところでは色々リスクオンという感じもあったのだが、極く直近については、また極めて慎重な動きに戻ってきてしまっている。例えば、図表3-1(1)で欧州各国の対独スプレッドの動きを確認すると、このところスプレッドが再度拡大してきている。無論、先程もご議論があったが、ピークに比べると少しはましではあるが、それでも再度拡大ということである。12月9日のEUサミットでは、中長期的な財政の信認確保に向けた取り組みについては進捗したところである。こうした点は、市場でも一定の評価を受けたと考えられる。その動きは、直後にはポジティブであったが、段々薄まりつつある。市場の見方は、金融市場の安定を確保するためのバックストップについて、迅速かつ実効性のあるスキームを確立する目途がまだ付いていないといった点に関心が次第に集まってきて、時間の経過とともにより厳しめの評価が勝る展開になっているように見受けられる。このため市場流動性が極端に低下しているイタリア、多少はましであるがスペイン、こういったところの国債利回りについては、不安定な状況が続いている。それから、金融機関を巡る動きは、先程もご議論があったが——図表3-2、3-3であるが——、中にはポジティブな動きがない訳ではない。例えば、図表3-3の(1)のMMFへの投資フローについては、これは累計であるので、極く足許は少しはましな動きもみられる。しかしながら、むしろこういった動きは一部であって、欧州金融機関の資金調達環境をみると、市場参加者の見方は再度厳しさを増している。あまり改善しているという感じはないし、状況において、あるいはマーケットの見方は、厳しい方ではむしろ悪化という見方も少なくない状況である。このように、欧州を巡る状況は、各国中銀の協調策、ECBの思い切った金融緩和、さらにはEUサミットにおける合意といったことにもかかわらず、不安を払拭するにはまだ程遠い状況と言わざるを得ないかと思う。欧州に

については、財政、金融、それから実体経済、この三者の間の負の相乗作用が、緩やかとはいえ、着実に働き続けているのではないかとみられる。先行きユーロ圏経済を下押しし続けるといったことは、来年にかけて要注意の状況に変わりないとみている。

次に、新興国経済をみたいと思う。図表 4 である。米国経済の減速は、主として貿易チャンネルを通じて、新興国経済、とりわけ東アジア経済に影響を与えているようである。まず中国についてみると、(1) の輸出は、欧州向けを中心に減速が鮮明化している。在庫も増加傾向であり、工業生産についても、11 月は増加ペースが鈍化している。PMI などからみて、輸出は当面減速を続け、生産の伸びは低下するものとみられる。一方、内需面をみると、(2) の小売売上高は堅調である。また、(3) の固定資産投資についても、民間製造業を中心に堅調である。中国では、食料品価格の上昇一服を主因に、(4) の消費者物価の前年比は増加ペースが低下している。こちらについては、先行きもピークアウトし、低下が期待できる状況である。こうした物価上昇一服による実質購買力の回復もあって、先行き個人消費は堅調に推移するとみている。また、固定資産投資についても、当局が金融引締めスタンスを幾分引締めからニュートラルに——緩和というのは少し言い過ぎかもしれないが——戻していることもあって、底堅く推移するとみている。こうしたことから、中国については、輸出は減速するもとでも、ある程度の高成長を持続し得るという評価である。一方、NIEs・ASEANについては、より米欧経済減速の影響を受けやすいと思う。(5) の輸出は、タイの洪水の影響も加わったため、米欧向けを中心に輸出がはっきりと減少している。振幅が大きく国内設備投資への波及も大きいIT関連財についても、(6) で台湾をみると、目先生産減少が続くことが予測される。こうしたことからみて、NIEs・ASEAN経済についても、今までの「回復基調を維持している」という判断から、「幾分減速している」というように下方修正させて頂いた。

最後に、新興国の金融市場について、若干付言させて頂きたいと思う。図表 5 である。新興国に対するグローバルな投資フローの動向については、

株式、債券のファンドフローをみると、一時期のような急速な資金流出は生じていない。もっとも、中東欧などを中心に、緩やかとはいえ、資金流出は続いているようである。また、足許では資金流出がやや速まっているということかと思う。EUサミット後、市場の警戒感が幾分なりとも強まっているということだと思う。株式か債券かという意味では、株の方が悪く、債券の方が比較的ましである。地域別にみると、東欧・中欧が勿論悪く、アジアはニュートラル、それからラ米が足許株は戻っているということが、極く短い動きではあるが看取できる。また、(4)の通貨については、ユーロ圏銀行への依存度が高い中東欧諸国、それから経常収支の赤字が大きいインド、ブラジルといった国で大きめに低下している。また、もう一つの不安材料として、コモディティ、就中、原油価格の問題がある。イランを巡る地政学リスクについては、今は全体的にコモディティ価格が下落している中に隠れているが、中東情勢に対して専門家等からは、このイランの問題について、近い将来相当不安材料として注意すべきという声も出てきているので、そういった動きについても、国際局としては引き続き注視していきたいと思っている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

西村副総裁

米国経済について、判断が非常に難しい状況になってきていると思う。特に難しいのは、ばらつきがかなり激しいということで、一点は、やはり地域的な差がかなりあるように思う。それから考えると、實際上マクロでみるよりは、顕在化している需要が強いのではないかといった議論も成立すると思うので、それについてお聞きしたい。それはどういうことに関係するかと言うと、消費者物価のコアの動きにかなり関係するので、その点についての当局の見通しをお聞きしたい。具体的には、例えば税収をみると、かなり伸びているという話もあるので、その評価をお聞きしたいと思

う。

#### 大野国際局長

私共がおみせしているものでは、所得と貯蓄率をみると、消費性向が非常に上がっている形になっている。図表 1-1 である。これについては、地域的な格差のほか、所得的にも高所得者の方がわりと買っている。具体的に、今一番引っ張っているのは自動車で、それもトヨタなどの高級車なので、わりと所得階層の上の人が消費している。意外と底堅いのではないかという議論がある。一方で、この貯蓄率については——我々の可処分所得と消費から逆算する貯蓄率は——、ここまで非常に下がっているのだが、少し行き過ぎかなという議論がある。今、西村副総裁がおっしゃった税金との関係というレポートが最近出てきている。税金の伸びは、非常に高い。個人所得の所得税の伸びが高く、実際、最近の3四半期位でみると、個人所得税は、恐らく 15~18%伸びている。我々のみている可処分所得の伸びは、名目では大体 5%位で、その開きは 10%位あるが、ここの読み方は非常に難しい。手短に申し上げると、所得税の減税を 2009 年から 2010 年末までやっていたが、2010 年末でそれを切ったために、2011 年からは所得税の減税が消えた部分で税収が戻ってきていることが一つある。ただし、2010 年の終わりに、所得税の減税を打ち切ったとほぼ同時に、社会保障税の方にその減税策を回した。従って、そのネットアウトをみるためには、所得税と社会保障税を合わせてみれば、一応チェックできると思う。それでみると、大体 8%前後位の伸びなので、それでみても名目の可処分所得よりは、2~3%位は高いということは一応出る。これから演繹されることは、先程、西村副総裁がおっしゃったようなばらつき、高所得者層がわりと消費しているのではないかといったところで、我々がみているサンプル調査の可処分所得よりも、もう少し、例えば 2~3%位は所得環境は良くなっている可能性があるという位でみておくのが適切かと思っている。

## 中村委員

米国経済だが、今色々な指標でそこそこ良いのも出てきているが、良くないのは雇用と住宅なのではないかと思う。その住宅の方も、住宅業者の景況感、あるいは在庫や着工は最近若干改善もみえるのだが、実態的に価格等はまだまだ下がっているし、住宅産業に何か変化が窺えるのか。

## 大野国際局長

まだ道半ばということだと思う。非常に遅いペースながら調整は進んでいるということだと思う。着工ベースで見ると、新築の方は少しは動いているが、ご承知のとおり、やはり中古が非常に大きなマーケットである。中古については、極く僅かに在庫は減っているが、まだまだ高水準である。それが一つ。もう一つは、いわゆるフォークロージャリーというか、質流れで入ってくる物件、これは予備軍であるが、相当あるというように言われているので、潜在的な供給超過といったことも考えると、既に2年経った訳であるが、まだ1年や2年はこの問題は時間がかかるのではないかという慎重な見方をせざるを得ないと思っている。

## 亀崎委員

確かに私も米国の指標がかなり良いと思う。バランスシート調整の重石があるにもかかわらず、出てくる数字が結構良い数字で、特にGDPの7割を占める個人消費関係が良い数字である。企業収益が過去最高に良いので、やはり配当はかなりあると思う。米国の個人金融資産の中における株式の比率は結構高いので、配当収益が上がるというところに個人消費の強さがあるのだろうか。米国経済の強さは、何か非常に謎めいた感じがする。なかなか一直線に悪くはならないし、むしろ良い数字がずっと出てくるので、どのように解釈したら良いのか。底力というか何か力の強いものがあるのか。何か普通の国をみているのとは違う感じがする。



大野国際局長

同感である。もう3回位、悲観と楽観とを繰り返していると思う。そういう意味では、大きく言えば、バランスシートの調整という重い重石を抱えている。しかし、企業では大企業であったり、消費者でも富裕層を含めて、その辺の足腰と言うか、底力もあるのではないかと思っている。消費は、確かに大方の人がみていたよりも、この秋口は良かったと思う。ただ、先程も申し上げたが、その中で、例えば自動車は良い。その自動車の中身を見てみると、米国の自動車より日系の自動車の良いものがわりと売れている。そうすると、例のサプライチェーン障害の後、わりと富裕な方がトヨタのレクサスを待っていたとか、そういう部分がきっとあると思うし、それからリーマン・ショック以降であれば、山谷はあるが、相当節約で財布の紐を結構絞っていたところに、いわゆる節約疲れみたいなもので、耐久消費財などが出てきたということもあると思う。従って、それは非常に底力としてはあるのだが、継続的に出続けるかというところについては、やはり少しくエスチョンがあると思う。ただ、昨年や半年前から比べて、一つ決定的に明るいかもしれないのは、雇用情勢が——遅まきながらではあるが——少し回復の気配というか、実際、ノンファームペイロールで言えば、10~12、13万という数字が出てきている。失業率の低下は、足許1か月については少し出来過ぎだと思うが、それでも雇用が少しずつ明るさが増しているというところが、全体の下支え要因としては大きいものがあるのではないかとみている。

中村委員

I S Mでは、製造業も非製造業も雇用のところはあまり良くない。

大野国際局長

そこはパズリングではあるが、期待を込めて言えば、少し前までは雇用環境は悪い悪いと言われていたが、極く足許少しポジティブな動きが出てきたので、それで今この消費が少し良い中で、好循環で回って行って、企

業の方も少しその辺について認識を上向けてくれると良いと思っている。ただ確信はない。

#### 宮尾委員

N I E s ・ A S E A N 経済なのだが、総括評価は「幾分減速している」と引き下げられて、内需に関しての言及は特になかったが、内需はまだある程度しっかりしているというようにみても良いのか、それとも輸出の減少が内需のところにまで波及しているというようにみるべきなのか、というところがまず一点。

もう一つは、欧州の問題なのだが、色々なテール・リスクがある中で、一つマーケットで言われているリスクとして、例えばギリシャに代表される周縁国の預金がどんどん抜けていって——現に多分抜けていると思うが——、周縁国の金融機関が破綻した時に、それを上手く処理できれば良いが、それが他のところに波及していくリスクが多分あるのだと思う。先程、少し議論になったように、色々な金融機関間のカウンターパーティ・リスク等が高止まっている中で、そういった周縁国の破綻リスクやあるいはギリシャの預金がどんどん抜けているという状況について、何か最新の情報がもしあれば教えて欲しい。そのようなことは心配しなくて良いということなのか。私が心配しているのは、例えば、ある中小の金融機関が破綻した場合、政府が資本注入するなり、あるいは L L R で中央銀行が資金供給するなり、それが上手く治まれば良いと思うが、その辺がコンテジョンを止められるのか、上手く回るのかということについて、現下の状況で凄く心配している。

#### 森本委員

N I E s ・ A S E A N について、少し追加して宜しいか。N I E s ・ A S E A N は、G D P の中に占める輸出ウエイトが高いので結構厳しいと思う。しかし、国際局の分析の中では、輸出の中で中国向けも結構あって、中国向けの輸出は影響を受けているが、中国の内需が相応にあるので限定

的であるというような見方だったと思う。その辺で少し減殺される面などがあるとすれば、N I E s ・ A S E A N の輸出は米欧向けを中心にはっきり減少という位置付けだったが、タイなども回復してくることも見込むと——タイの影響も分離してはあるが——、減速のニュアンスが少し強い気がしたのだが、その辺もう少しコメントを頂きたい。

#### 大野国際局長

それでは、N I E s ・ A S E A N については、宮尾委員と森本委員のご質問に合わせてお答えする。まず、輸出から内需ということだが、N I E s と A S E A N を一括りにしてしまうところに少し問題があって、もう少し丁寧にみた方が良いかと思う。内需については、主として A S E A N については、まだまだ堅調である。一方、輸出のウエイトが非常に高い N I E s 、特に台湾、それから韓国については、輸出がここまで落ちてくると、否応なしに内需、企業収益等といった循環のメカニズムについても心配しなければいけないと思うので、N I E s と A S E A N では状況が大分変わってきたということがあると思う。ご質問にはなかったが、A S E A N のもう少し外側にあるインドについては、少し内需について、生産も大分減少ということがあった。これは、スズキのストライキといった要因があるので、少し割り引かなければいけないが、一頃に比べると内需について少し心配なのはインドということがある点を付け加えさせて頂きたい。

森本委員のご質問の中国に対する下支えということ言えば、この効果はやはり N I E s ・ A S E A N に押し並べてあると思う。ただ、台湾と韓国については、最終消費地としては先進国——欧州、米国——、中身で言えば、パソコンや液晶の影響はかなり強いので、中国だけでは少しそこが危ういということだと思う。その他の A S E A N の方をみれば、タイは一時的ということなので、この問題がもう少しすれば大体捌けるであろうし、捌ければそれは自分の国の内需と、それから A S E A N と中国も含めた外需をある程度下支えするということで、そこそこの成長経路は維持できると思う。私共の今回の判断については、足許については少し減速している

ということで、減速が続くというよりは、一旦減速するが、来年のできれば遅くとも年央位には、また戻ってきてくれるというパスを考えている。

二つ目の欧州の問題は、非常に難しいご質問である。最初に申し上げた時に、欧州の金融機関を巡るマーケットの環境は非常に厳しい、それから市場の見方も厳しいということ述べた。まさに最後に宮尾委員がおっしゃったような、実際に預金流出みたいなものはギリシャでは止まらないのではないか、また欧州の中小あるいは周縁国の金融機関のいわゆるソルベンシーはどうなのかといったところに対する不安が、しつこく残っているということだと思う。心配することはないと言ってもらえれば、ということについては、そこはやはり皆が——マーケット関係者も域外の人達も——非常に心配しているということである。そこについて重要なのは、今7月21日、10月26日、12月9日と三段階で出してきた対応策でも、先程も申し上げたバックストップ——ファイアウォール——のしっかりした枠組みを、欧州の当局がまだ示し切れていないということだと思う。基本は、やはり金融機関に対する健全性をしっかりさせるということで、それは増資、さらには必要に応じては資本の注入も含めて、そういったところに対する心構えと言うか、体制をしっかり示せるかどうか、当局は市場から答えを今求められている局面ではないかと私は思っている。

#### 中曾理事

まず、預金のシフトについて、起きているシフトは、多分欧州のユーロエリアの中のシフトである。つまり、周縁国の銀行からドイツの銀行などへシフトしている。なので、その限りにおいて周縁国の銀行の資金繰りは悪化しているはずだが、ここはECBが担保政策の緩和も含めて潤沢な流動性供給をやっているので、資金繰りは回っているということだと思う。つまり、宮尾委員がおっしゃった破綻の問題については、中央銀行は、多分その辺を十分に意識していると思う。であるからこそ、ユーロでの潤沢な資金供給、それからドルでも手当てをしたということである。つまり、流動性の問題を放置しておくとかやがて破綻やソルベンシーの問題に繋

がっていくというメカニズムは十分理解しているので、それ故、流動性の供給に万全を期しているというのが現状だと思う。流動性の問題と同時にソルベンシーの問題に対して欧州当局が今進めようとしているのがこの資本増強なのだが、ただ、これは2012年6月末までの時間的猶予が与えられてしまっているのので、ここでデレバレッジが大きく作用し始めている。従って、コンテージョンのリスクというのは、金融機関の破綻というよりは、むしろ、デレバレッジが広がるのがコンテージョン・チャンネルかもしれないと思っている。具体的に言うと、欧州銀行は、域内よりはむしろ恐らく——先日の金融機構局などの話を聞いていると——域外、かつドル、そういった資産を圧縮していくということが、先行的に手を付ける分野だとすれば、この辺を通じて域外への影響が起きる。この辺をよくみていく必要があると思っている。特に、デレバレッジが進む来年の半ばまでは、タイミング的には非常に微妙な時期と重なる。つまり、不確実性が欧州問題には幾つもある。それは、大野国際局長が申し上げたような中長期というより短期のファイアーウォールである。ここをどうするかという問題が、いずれも非常に不確実性が多い。例えば、EMSを1年早く導入するという事は決まっているが、これが5,000億ユーロで足りるのか。EFSFは資金調達の仕方を決めてはいるが、本当にオペレーショナルなのか。これで、資金が域外も含めてユーロエリアに本当に入ってくるのか。IMFに対して、欧州の諸国が2,000億ユーロを供与するという事は決めたが、これが本当にそうなるのか、なつたうえで今度はIMFからどういう形で資金が入ってくるのか、こないのか。こういう不確実性が非常に強い状態が続いている中で、デレバレッジが当面続く。特に、ここにさらに重なってくるのが、国債、民間金融機関の社債、そしてドルオペのロール・オーバーという借換えニーズで、2012年第1四半期から集中してくる。そういう意味で流動性の問題とデレバレッジの問題が重なってくる、そこに借換えニーズも重なってくる。これがむしろコンテージョン・チャンネルではないかとみている。

白井委員

インドについて、第3四半期などの成長率は大体6~7%位と言われているが——減速しているということはそうなのだが——、実質金利などをみると、政策金利はまだマイナスである。しかし、色々な説明によると、金利が高く、それによって消費が落ちているというような表現が色々なところでされているが、そこをどのように考えれば良いのか。今のインド経済の減速は、政策金利でみた時の実質金利はずっとマイナスだが、もしかしてそれ以外の金利でかなり実質金利が上昇しているからなのか、資本流出が一部若干起きているということが原因なのか、そこをどう理解したら良いのか。よくビハインド・ザ・カーブという言い方をしてきたが、それに関しては実質金利はかなり低そうに思える。従って、インド経済の減速の本当の背景は何なのかと考えた時に、資本流出が若干あるということと、もしかしたら例えば自動車ローンとか消費者金融のところの実質金利が凄く高いのか、その辺をどのように理解すれば良いかということが一つである。

もう一つ伺いたいのは、ブラジルである。ブラジルの第3四半期の成長率は、前期比ゼロ%ということで、極端に成長率が落ちた。インドの場合はまだ6~8%であるからかなり良いのだが、どうしてブラジルがそこまで落ち込んだのか。実質金利に戻るが、少なくともブラジルの場合は実質金利は政策金利でみると+5%位であるから、かなり高いということ、コモディティ価格が——少し最近は分からないが——軟調ということ、インドと共通する点は資本流出が若干あるということで説明できるのか、少しその辺を、特に実質金利のところを中心にお考えを伺いたい。

大野国際局長

まず、インドについては、実質金利がマイナスである。今、政策金利は8.5%であるが、物価がやっとピークの10%から先月が9.1%で、ほとんどトントンか若干マイナスということなので、金利が高いことがオーバーキルとか、抑え過ぎているということはないと思う。ただ、その前は実質

金利がさらにずっとマイナスであったので、従来の緩和的な部分が徐々に締まってきたという感覚は、経済主体は持っていたと思う。しかしながら、政策金利を引き上げたことが足許のスローダウンの直接の原因ではないと思っている。むしろ、かなり過剰投資気味の経済が、少し調整がかかってきている可能性があるということと、白井委員が先程おっしゃった、資本が少し流出気味ということも多少ボディブローのように効いているかもしれない。生産については、足許-5%ということまで皆ぎょっとしたのだが、それについては、一つは日本のスズキのストライキの影響があるので、少し割り引く必要があると思う。ただし、中身をみると、耐久消費財や資本財関係、特に企業の投資活動に関わる部分が少し良くない状況になっているので、その辺を注視しなければいけないと思う。恐らくインドの中央銀行としては、この実質金利が低い中で物価上昇率が9%というのは、まだまだ安心できる状況ではない。彼等の物価目標は7%なので、過去13回上げてはいるが、欧州経済の状況がなければ、本当はもう少し金利を上げたいところを、外的な要因から少し上げ渋っているということではないかと思う。

それから、ブラジルの方は政策金利が結構高い。今、ずっと上げてきて12.5%まで上げた後、とんとんと下げて今11%であるが、物価が6~7%、実質金利は4%ということで、それなりに高い。そういった中で、物価は微妙である。今、足許6.6%で少し高いが、ブラジル基準であればそれほど高いということではないかもしれない。そういった中で、インドと違うのは、ブラジルの場合は資源価格の影響が大きく、その資源というブレーキ材料がある。ブラジルの金利は、夏に12.5%というピークを付けた後、金融緩和を実施してきた。物価は少し心配ではあるが、彼等は要するに減速が怖くて金利を下げた訳で、その効果は、例えば製造業の活動などといったものにはポジティブに出てきている。ブラジル当局が今非常に微妙で悪戦苦闘しているのは、金利を下げながらインフレがまた吹いてしまうかもしれないということである。またそれと関係あるが、為替レートが、昨年までは高い高いと言って文句を言っていたのが、足許かなり強烈に減

価しており、これはやはり逃げ足の速い資本の流出ということと、為替安から物価上昇に跳ね返っていくといったところで、中央銀行としては非常に難しい舵取りを強いられているのではないかとみている。

白川議長

他にご質問はないか。

### 3. 国内経済情勢に関する報告（資料－4）

白川議長

国内経済情勢に移りたいと思う。

前田調査統計局長

それでは、事前にお配りした資料－4の参考計表に沿ってご説明したいと思う。まず図表1、短観の業況判断である。この業況判断のグラフにあるとおり、セクターによるばらつきがみられたというのが今回の一つの特徴であった。(2)の非製造業は、内需に影響を受けるところであるが、大企業、中小企業とも改善し、底堅い動きとなった。一方、(1)の製造業は、中小企業の方は改善したが、海外経済減速や円高の影響を受けやすい大企業では、電機などを中心に幾分悪化した。全体を纏めてみれば、改善の動きが鈍化しているということかと思う。

図表2のGDPは、2次QEが出たが、同時に2005年への基準改定が行われた。これに伴い、かなり大きく姿が変わっている。(1)で言えば、太い線が今回の数字、点線が前回1次QEまでの数字である。(2)で若干ご説明すると、7～9月については前期比+1.4%、1次QEが+1.5%であったのでほとんど変わっていないが、若干の下振れである。下振れの主因は設備投資で、これは法人季報を踏まえたものと言える。大きく変わったのが、むしろ1～3月と4～6月で、1～3月が1次QE時点では-0.7%であったのが-1.7%と、1%ポイントの下振れ、4～6月が-0.3%であったのが-0.5%と、0.2%ポイントの下振れとなっている。1次QEが出た



段階で、私の方から仮に10～12月、1～3月が前期比横這いになった場合、2011年度は+0.3%になると申し上げたかと思うが、この2次QEで同じように計算をすると-0.6%になるので、この改定によって相当姿が変わったということである。

続いて、図表5の公共投資である。(1)は公共工事の出来高を示している。これは進捗ペースとお考え頂ければと思うが、下げ止まってきている。

(2)の公共工事請負金額は、先行指標になるが、太い線が国と地方の合計であり、徐々に増加している。ご案内のとおり、3次までの補正予算で、震災関連支出は約15兆円——これは公共工事以外のものを含むが——ということで、大体GDPの3%位の規模になる。今後、これらが執行されていくにつれて、公共投資は増加していくことが期待される。ただ、当面の事業の進捗ペースは、緩やかにとどまる可能性が高いと考えている。これは、被災地において、まず第一に、復興計画の策定が——これは元々少し遅いと言われていたが——遅れ気味であること、そして第二に、地公体の事務処理能力あるいは建設業の作業能力の面での余力が大きいことが影響すると思われる。被災地の方からは、入札不調——建設業者がなかなか入札にきちんと入らない——というような情報も聞かれており、今のところ第1次、あるいは第2次補正の予算の消化も少し遅れ気味という情報が入っている。

続いて、図表6、輸出入であるが、10月の数字が出ている。実質輸出入の一番上の実質輸出は、三角カッコの前月比が-4.9%になった。8月、9月は増加していたが10月はやや大きめのマイナスになり、均してみると横這い圏内の動きになってきていると思う。これを地域別にみたいと思うが、図表8をご覧頂きたい。(1)地域別をみると、まず特徴点として、ASEANの中のタイが10月の前月比が-17.3%と大きなマイナスになっており、これは洪水の影響が出ているということだと思う。また、EU向けについては、10月が前月比-7.8%と大幅な減少になっているが、恐らくソブリン問題の影響が現れ始めているということかと思う。それ以外の東アジア——中国向け、NIEs向け、タイ以外のASEAN——、ある

いはその他地域——これはラ米とか中東ということになるが——、これらも弱めの動きである。こうした新興国・資源国向けの弱さには、世界的な情報関連需要の調整が起きているということは元々申し上げていたが、それに加えて、欧州経済減速の間接的な影響、あるいは円高の影響といったものも出始めていると判断している。円高の影響という点では、化学、鉄鋼、あるいは工作機械といったところで影響を指摘する声が聞かれている。11月、12月も含めた10～12月は、恐らくタイの影響もあるので、幾分マイナスで着地するのではないかと考えており、当面横這い圏内の動きにとどまると考えている。タイの洪水の影響について、一点だけ申し上げておきたい。図表はないが、恐らく11月の輸出や生産にはもう少し強めに影響が出てくると考えている。ただ一方で、前向きの情報も聞かれている。具体的に申し上げますと、第一に、日本国内等での代替生産、あるいはタイで調達していた部品の代替調達の動きが出ているようである。第二に、タイの工場の再稼働の動きも出ているし、第三に、タイ工場向けの機械設備の受注の動きも出ている。自動車メーカーでは、多くの先がグローバルな生産体制を通常に戻ってきているという情報が聞かれている。従って、年内はタイの影響——マイナスの影響——が残ると思うが、来年に入れば、挽回生産などから輸出や生産の押し上げに寄与していく可能性が少し高まっていると思っている。

続いて、図表 15 をご覧頂きたい。企業収益である。短観であるが、2011年度については、海外経済の減速の影響を受けやすい、あるいは円高の影響を受けやすい製造業大企業を中心に、下方修正の動きが出ている。非製造業大企業の動きは、電力の下振れである。一方で、内需関連と言われる中小企業の非製造業は、むしろ少し上方修正の動きということである。

次に、設備投資であるが、図表 19 をご覧頂きたい。実は、設備投資については、現状を判断する場合に色々な数字があり、なかなか判断が難しいが、統計に沿ってご説明する。まず、図表 19 の中央辺りの法人季報をご覧頂きたい。これは需要サイドの統計になるが、前期比でみて4～6月の-6.3%の後、7～9月も-2.7%ということで、大きめのマイナスになっ

ている。これを反映して、先程申し上げたGDPベースの設備投資も、極く小幅ではあるが、7～9月もマイナスになった。ただ、法人季報はかなりサンプルの影響を受けるということがある。上期の前年比について短観と比べてみると、法人季報では-9%、短観では-2.4%となるので、サンプルの影響が法人季報では少しマイナス方向に出ているという感じがする。

一方で、供給サイドの統計をみたいと思う。図表21の(1)であるが、機械投資の同時指標とみられる資本財総供給——黒の太線——をご覧頂きたい。7～9月にかけて増加した後、10月もさらに増加している。先行指標を図表22でご覧頂きたい。(1)が機械受注である。先行指標の機械受注については、10月は非製造業で鉄道車両の振れの影響があって大きめのマイナスとなっているが、少なくとも7～9月までは増加を続けていた。(2)の建築着工は、振れはあるが今のところ緩やかな増加基調が崩れているというところまでは言えないと思う。このように、供給サイドでは、先程の法人季報といった需要サイドと異なる動きをしている。従って、評価はなかなか確たることは言いにくい面があるが、サンプル要因の影響が少ないとみられる供給サイドの統計にどちらかというところウエイトを置いて考えつつ、また足許の投資スタンスの微妙な変化なども織り込みつつ、現状は「緩やかな増加基調にある」と判断したいと思っている。前月までは「緩やかに増加している」であったので、微妙な判断の修正ということにしたいと思う。ただ、今後については、当面、増加のペースがさらに緩やかになる可能性が高いのではないかとみている。まず第一に、今もご説明したように、先行指標に微妙な変化がみられること、第二に、図表23は短観の投資計画であるが、やはり(1)の製造業大企業辺りで下方修正の動きが出ていること、第三に、企業ヒアリングからも、海外経済や為替動向に関する不透明感から投資の様子見するといった声が聞かれ始めていること、などが背景である。そう言ったうえで、どんどん落ち込むのかということについては、そのようには今のところ考えていない。元々の設備投資については、図表20をご覧頂きたい。これは法人季報で、キャッ

シュフロー、減価償却費、そして設備投資の関係を示したものであるが、リーマン・ショック後いずれのセクターも相当減っており、減価償却をかなり下回る水準にある。かたがた被災した設備の修復・建替えの動きも出てくるとみられるので、今のところ大きな落ち込みまでには至らないと考えているが、海外経済減速等々の影響が強まらないか、注意してみたいと思っている。

続いて、個人消費であるが、図表 26 をご覧頂きたい。個人消費については、基調に変化はなく、底堅く推移していると考えている。図表 26 (1) をご覧頂きたい。少し薄い線の小売業販売額は——これは財の販売を全部足したものであるが——、7~9 月にかけて増加した後、10 月もさらに増えている。図表 27 (2) のサービス消費は、財に比べて遅れていたが、旅行を含めて堅調に推移している。こうしたことから、個人消費は意外としっかりしているという感じもあるが、背景としては、第一に、全国的に震災後一旦落ち込んだことによるペントアップ需要が顕在化しているということがあると思う。第二に、そうした動きを含めて被災地において消費が全般に好調であり、この辺りから支えられていると考えている。第三に、雇用環境自体も全般に改善傾向にある。これは後程ご説明する。図表 28 の消費者コンフィデンスをみても、全般に、株がこれだけ落ちているわりには意外と底堅い感じではないかと思う。今後の消費については、賃金がそれほど伸びないので、ここからどんどん増えていくとは考えていないが、基調的には底堅く推移すると考えて良いのではないかと考えている。

図表 31、生産についてご説明したいと思う。鉱工業生産であるが、図表 31 の鉱工業指数統計をご覧頂きたい。10 月が+2.2%と増加したが、9 月の-3.3%からすると増加幅はやや小さめということであり、ここ数か月均してみると、輸出と同様横這い圏内の動きと判断される。予測指数の動きをみると、11 月が-0.1%で横這い、12 月が+2.7%となっているが、予測指数については、図表 32 の (3)、最近やはり少し下方修正の動きがあるし、11 月は恐らくタイの洪水の影響がもう少し強く出てくると思う。このため、公表ベースでの 10~12 月の予測指数を足し上げた場合に、図

表 31 の表の下にある（注）2.に「2011/10～12月は、前期比+1.0%」と書いてあるが、これより少し弱めで、せいぜい小幅のプラス位かと思っている。季節調整に歪みもあるので、実勢ベースから考えれば、企業ヒアリングも踏まえると、タイの影響も出て10～12月は小幅のマイナスになる可能性が高いと考えている。1～3月については、タイの洪水の影響面で反動増となるが、海外経済減速等の影響が続くということなので、企業ヒアリングも踏まえると、横這い圏内ではないかと思っている。以上が生産である。

雇用について、ご説明したいと思う。図表 36 の（1）をご覧頂きたい。労働需給であるが、有効求人倍率は改善傾向、そして完全失業率は——本当に振れの大きい展開となっているが——、基本的には均してみれば緩やかな低下傾向と考えている。有効求人倍率については、全国ベースの直近のボトムは4月、5月で0.61倍であったが、10月は0.67倍と0.06ポイント改善している。改善が目立つのはやはり東北地方であり、震災地であるが、例えば宮城で言うと、ボトムが4月で0.44倍であったが、これが10月には0.74倍と、0.3ポイントも改善している。ここまで顕著ではないが、福島、岩手も同様の動きということで、建設、小売あるいは飲食関連の求人が目立っている。ただ、若干の問題は、求人倍率は増えているが、なかなか雇用に結び付かない。これは、被災地では失業保険がかなり延長されているということで、労働供給がなかなか出てこないという面もあるので、この需給の改善が速やかに雇用に結び付く訳ではないという点も申し添えたいと思う。図表 38、短観でみた雇用人員判断をみても、製造業は若干改善に足踏み感があるが、非製造業を中心に過剰感が縮小傾向にあるということである。図表 39（1）、雇用者所得の賃金の動きについては、ゼロ%近傍で推移ということかと思う。当面、冬のボーナスについては、中小企業まで含めれば、それほど強い数字は出ないと思うので、横這いないしは弱含み推移かと思っている。この見方はこれまでと変わっていない。

最後に、物価であるが、図表 40 をご覧頂きたい。図表 40 の中央より少し上辺りにある国内企業物価であるが、前月比——三角カッコ内である

が——、10月の-0.5%の後、11月が+0.1%と横這いになっている。3か月前対比でみると、10月の-0.9%から11月は-0.6%と、マイナス幅が縮小している。これは、秋口にかけて国際商品市況が大きめの低下となっていたが、10月以降は横這いしないしは若干の反発がみられることを反映したものである。3か月前対比でみると、当面、国内企業物価は弱含みで推移すると考えている。その下のCPIであるが、全国の除く生鮮食品でみて頂くと、10月の前年比が-0.1%と、9月の+0.2%から0.3%ポイント低下している。これは昨年の10月に、たばこの増税あるいは傷害保険料の引き上げがあり、その寄与が+0.3%ポイント位あったので、それが剥落したということで、この辺りも大体みていたとおりである。当面、若干マイナスで推移すると思うが、大体ゼロ%近傍での推移というこれまでの判断を維持することで良いのではないかと思っている。物価については、図表43で需給面だけ確認しておきたい。(2)をご覧頂きたいが、短観でみた加重平均DIなどをみると、引き続き緩やかな改善傾向にある。こうした需給の改善傾向を反映して、図表50の(2)をご覧頂きたいが、刈込平均値でみると、極く緩やかではあるが、今のところCPIは改善傾向ということである。

以上を纏めさせて頂くと、まず実体経済についてみると、現状は、国内需要は総じて堅調に推移しているが、海外経済の減速、為替円高、タイの洪水の影響から、輸出や生産が横這いとなり、企業の業況感の改善の動きも鈍化している。欧州ソブリン問題の影響が、貿易などのルートを通じて我が国経済にも及び始めていると考えている。このため、我が国経済の持ち直しの動きは一服していると判断している。こうした展開は、展望レポートでも、ある程度というか、概ね想定した動きだとは思いますが、欧州ソブリン問題を背景に海外経済の減速が強まっているので、その影響から、どちらかといえば若干下振れ気味に推移している感じだと思っている。先行きについては、復興関連需要というプラスの力と海外経済減速などのマイナスの力が綱引きになる中で、全体として当面横這い圏内の動きになる見通しである。国内需要については、全体として堅調さを維持するが、設

備投資には海外経済減速などの影響が及び、今後当面、大企業製造業などにおいて様子見の動きもやや広がるのではないかと考えている。復興関連需要は、これから暫く景気を下支えすると思うが、短期間に一気に出てくる訳ではないため、海外経済減速がさらに強まれば一時的には経済全体でマイナスの力が勝るということもあり得ると思っているので、その辺りには注意が必要かと思う。消費者物価については、先程申し上げたとおり、当面、マイナスの領域を含め、ゼロ%近傍で推移すると考えている。私からは以上である。

白川議長

ご質問をどうぞ。

宮尾委員

設備投資についてであるが、日経新聞の調査などでは、海外の設備投資計画は非常に堅調だとか、活発だとかいう調査結果が別にあったと思う。色々な変調がある中で、海外の設備投資計画に何か変調があるのか、計画どおりなのかという話が、マイクロヒアリング等でもしあれば教えて頂きたい。それと併せて、海外の設備投資と国内の設備投資の関係は、これまでもこの席でわりと議論してきたように、海外が伸びるとそれと歩調を合わせるように国内の設備投資も伸びるという補完関係がこれまではわりとあったかと思う。この局面で、もし仮に海外がある程度堅調に伸びるとして、その関係を引き続き期待して良いのか、海外は堅調だという前提のもとでは、国内の設備投資もそれに引っ張られるとか呼応するような形で堅調に推移するとみて良いのか、そこはこの円高を背景に少し構造が違ってきているとみておいた方が良いのか。その二点お伺いしたい。

前田調査統計局長

まず、海外の設備投資について、何か急にやりやめるといった話は、私共も今のところは聞いていない。一応、海外直接投資の計数をみても、海

外M&Aの動きをみても、引き続きかなり堅調であると考えているが、ただ、11月以降の数字についてはまだないので、そこはもう少しみていかないと分からない。海外投資と国内投資の動きについては、今、宮尾委員がお話しされたとおりにかと思うが、過去の動きをみると、海外が増える時は国内も増えるという関係にあった。ただし、その伸び率については、その時々で局面で違って、やはり円高が進むような時は海外の伸び率の方が相対的には少し高くなるということかと思う。そういう意味でいくと、今回の局面については、ある程度格差は広がると思う。ただ一方で、国内の投資が非常に下がるとまでは、今のところみなくて良いのではないかと考えている。そもそも、先程もご説明したが、大企業製造業の設備投資については、今、相当低い数字にあって、維持・更新程度またはそれ以下の水準になっているので、そこからどんどん落ちるとは、今のところは思っていない。

石田委員

輸入の水準について、足許の評価と1~3月以降の見通しがあれば伺いたい。

前田調査統計局長

輸入については、図表14をご覧頂きたい。(2)の財別をご覧頂くと、特徴があるかと言え、実は全部増えているので、全部増えているということが特徴であるが、10月について、一番高い伸びを示したのが情報関連で+13.1%となっている。これは、どうやら携帯電話——スマートフォン——であるので、恐らく新型iPhoneではないかと思う。これは、買いが発売後の一時期に入り過ぎてこういう動きになったと思う。ただ、そう申し上げたうえで、例えば素原料が7~9月辺りからずっと増えているが、これは原発が止まり火力発電にシフトしていくためであり、当面、構造的に増え得るものであると思う。それから、中間財についても、四半期でみると4~6月が+9.6%と、これは国内品がなかったので代替輸入と



ということで相当増えたが、実はその後も結構底堅く推移している。色々考え方はあるが、まず鉄鋼とか化学は結構輸入が増えている。これは色々な要因があって、アジアから入ってきているのだが、アジアの供給力がここ数年かなり拡大して、少しアジアの経済も鈍化しているので、需給が緩んで、それが日本に入ってきている。その際に、為替が円高になっていることもあるし、品質も向上しているので、多少そちらにシフトしている。それとも関係するが、震災が一つのきっかけとなって、使ってみると意外と使えるといった色々な要因が重なって、少し強めに出ている、ここ暫くは続きそうだと考えている。資本財・部品については、設備投資の動きかと思うので、設備投資の動きに規定されていくであろうと思う。従って、この10月はスマートフォンの関係で少し出来過ぎの面はあるが、暫く基調的に増えるものも結構あるので、当面、輸入については増加基調が続くのではないかと考えている。

#### 亀崎委員

現状の持ち直しの動きが一服し、当面、横這い圏内の動きが続く、その先は海外経済の成長率が高まり復興需要が顕在化するという中で、先程少しおっしゃったように、海外経済が弱いところの影響が強ければ日本経済全体としてマイナスもあり得るということである。海外経済の回復には、足許どちらかと言うと、時間がかかるような気がする。そうすると、復興需要であるが、これははっきり出てくるものの、先程の話の中では、予算を消化するのが遅れ気味であり、復旧・復興計画の策定も遅れ気味、地公体の事務処理能力の余力も小さい等々のお話があった。こういうのをみると、当面横這い圏内という状況から脱するには少し時間がかかる——現在が12月で、来年の1～3月にはまだなかなか難しく、世の中で言われる踊り場的な状況が続かないとも限らない——というような漠然とした感じを持っているのだが、どうか。

#### 前田調査統計局長

私も大体そんな感じである。確かに1～3月がどうなるかは分からないが、生産のところでも申し上げたように、やはり輸出・生産は1～3月位までは横這い程度である。恐らく復興需要の方は、主要3県の計画はこの秋にかけて出ているし、第3次補正予算も決まったので、1～3月位から徐々に上がってくるとは思うが、肝心の輸出の方がそれほど強くない。はっきり景気が上向いてきたということが感じられるのは、1～3月以降、春頃にはなるのではないかという感覚は持っているが、これはあくまで感覚論である。ただ、公共投資について申し上げたいことは、別に減る訳ではなく、増えることは増えるのであって、増え方の問題である。これが景気を支える——今支えているし、これからも支える——ところは変わらないと思う。

#### 中村委員

1～3月は東北では雪などがあるとなかなか工事が進まないと言われたりしている。

全く別の話であるが、自動車の輸出について伺いたい。10月は自動車関連も+0.1%と横這いに近いが、一時期は震災で失った海外でのシェアをとにかく赤字でも何が何でも取り戻すのだということで、年内はとにかく輸出するというような話もあったかと思う。その後は、海外経済の若干の減速もあるが、今、自動車の完成車の輸出はどのような感じになっているのか。

#### 前田調査統計局長

自動車については、確かに海外需要について、欧州は少し弱いという話は結構聞こえてきているが、米国がそれなりに戻ってきていることもあって、海外需要が明確に下振れたとは聞いていない。この10月が伸び悩んだ、あるいは恐らく11月も減ると思うが、これは基本的にタイの洪水の影響かと思われる。そういう意味で言うと、挽回生産は年内と言っていた

が、少し遅れて1～3月にかけて取り戻すという感じになっており、輸出については若干先延ばしになっている。国内については、今回エコカー減税が少し形を変えて延長されるということと、エコカー補助金がまた出てくるということなので、それは国内について、多少、1～3月以降プラスの要因だと思っている。

中村委員

それほど自動車は悪くはないということなのか。

前田調査統計局長

何をもって良いとするかによるが、当然、収益的にはタイの影響もあって良くはない。円高の中でも、ドル建て価格を全然上げていない。それは、先程おっしゃったように、シェアを取り戻さなくてはならないということであって、数量が出てやはり収益は良くない。従って、収益面でみれば、先日、トヨタもかなり厳しい決算を発表していたが、厳しいということである。ただ、生産だけみれば、暫くはしっかりしているということかと思う。

白井委員

先程の宮尾委員の質問に関係するが、海外投資と国内投資の関係で、過去は相関が高かったということで、円高の時には海外の方が大きくなって、少し相関が落ちるということであったが、その理解の仕方を教えて頂きたい。基本的に相関が高いというのは、サプライチェーンなどのリンケージが国際的にあって、中間財等を相互に輸出と輸入をするというリンケージが強い時には相関が出て、例えば、円高がずっと続いて、空洞化と言われるように生産拠点が移ってしまうと、相関が下がるという考え方で良いのか。その関係で、図表20(1)の製造業大企業をみると、円安局面である2004～2007年辺りは、設備投資が減価償却費をずっと上回っていて、ネットで設備投資が凄く増えた時期であるが、この時は国内回帰もあり、双方

に部品等の輸入・輸出が増えてリンケージが高まった時だと思っているが、そういう考え方で良いか。リンケージと相関のところであるが。

前田調査統計局長

リンケージというか、海外投資をするにしても、やはり世界需要が良くないとそれほど投資はしないので、世界需要が良くなれば当然海外でも投資を増やし、国内でも若干違う品目についての投資を増やす。その中で、リンケージということもあると思う。海外で作れないものを国内で作って、部品を持っていくという動きがあるということである。この 2005～2007 年辺りは、実は海外投資も増えていたが、どちらかというと相対的にはであるが、国内の方の増え方が大きい。これは一部海外での投資も増えはしたが、若干国内回帰という動きがあったと思う。そういう意味では、円高であるので、今後は国内の方が相対的には投資は弱いということになるのではないかと思っている。

山口副総裁

円高の効果については、どのように評価したら良いのか。70 円台後半で推移しているが、輸出、輸入などへの影響をトータルでみた場合にどうか。

前田調査統計局長

日本の場合は、やはり均してみると輸出が輸入を上回ることもあるので、しかも成長分野としてはやはり輸出というか海外が主になってくるので、そういう意味で、円高については、日本経済の成長を抑制する要因と考える必要があると思う。ただ、言うまでもないが、特に今年度前半あるいは今もそうであるが、若干供給不足気味の経済である中で、貿易収支については未だに赤字であるので、所得という面から比べた場合に、円高によって大分減殺されている面があると思う。恐らく一番減殺されているのは——円高メリットを受けているのは——電力関係ではないかと思

うが、電力はまた別途の問題があって、そこから他のセクターへ波及しにくい面があるかもしれないが、そのように一応整理して理解している。

山口副総裁

内需が思いのほか底堅いということと、円高との関係についてはどう考えたら良いか。

前田調査統計局長

そこは、円高メリットということであると思う。消費財の価格等が下がるということはなくはないと思う。ただ、今のところ消費者物価をみた場合に、円高の影響で大きく下がっているかというところでもなく、なかなか統計面からは確認されない。多分、欧州からの色々な消費財がかなり安くなって、それを消費者がある程度安く買える、あるいは実は価格は下げないで業者の収益が上がって、何らかそこからの波及みたいなものが出ている、という可能性は否定はできないと思うが、なかなか統計面でははっきりとは確認されない。

山口副総裁

感覚論になってしまうが、トヨタ自動車などは円高で悲鳴を上げている。ただ、円高について、自動車産業に代表されるような反応がある一方で、電機産業などでは、円高はそれ自体苦勞の種ではあるが、同時にむしろそれを海外に出て行く一つの梃子にもする、といった感じに少しずつ変わってきている。円高は長い目で考えて、自社の構造を変え、自社の収益力を高める一つの力になるかもしれないという受け止め方が広がってきているとも言える。そういう意味では、去年の夏から秋までの円高の時に起きた産業界の非常に強い悲鳴に比べると、今回はその円高を前向きに受け止めようとする構えが広がっているようにも見えるのだが、これは誤解であるか。

前田調査統計局長

昨年との比較は、私もよく分からない面がある。昨年に比べて広がっているかどうかは別であるが、先程も設備投資のところで申し上げたように、やはり海外のM&Aが今年に入って増えている。震災でビジネスリスクが高まった中で、企業の皆さんが結構リスクを取り始めているという感じがある。円高だからM&Aをやるのかと聞くと、そうはおっしゃらないが、結果として色々な物が安い価格で買える訳である。そうすると収益率も上がるので、知らず知らずのうちにそういうものも利用しながら、やはり成長のためには海外グローバル需要を掴んでいくしかないという、その辺りの意識は昨年よりも恐らく高まっているのではないかと思う。今おっしゃったようなこともあり得ると思っている。

石田委員

非製造業の業況判断D I が良くなっているのも、そういう面があるのかもしれない。

前田調査統計局長

これは海外展開のメリットなのか、先程、山口副総裁がおっしゃっていた安く買えるというメリットなのか、例えば、製造業の中でも、紙・パルプが今回業況が結構改善したが、場合によっては、紙・パルプは円高のメリットを受けるような業種であるので、そういうことが影響しているのかもしれない。あと、海外展開について言うと、非製造業でも内需型産業が最近アジアに相当出ていて、これは別に空洞化とかそういう話ではなく、これから成長するためにはもうアジアに行くしかないということであるが、その際円高というのは相当なメリットになるだろうと思っている。

白川議長

直前の話とも関連するが、今度の短観をみて、多分、他の方もそう感じたと思うが、意外に内需型が健闘している、少なくとも業況判断でみると

そうである。勿論、業況判断だけで判断するのではなく、色々なハードデータも含めて確認する訳であるが、取り敢えず他のマクロのデータをみても、内需型が比較的健闘している。その理由であるが、先程、前田調査統計局長が、個人消費が健闘していることの理由として三つ、ペントアップ・デマンドと被災地における消費の好調とそれから雇用改善を挙げた。個人消費——内需の相当部分は個人消費が勿論占める訳だが——やその他も含めて、内需が意外に健闘していることを説明する仮説として、どういうものが考えられるかである。一つは、これまでの議論でいくと、復興需要がペースはともかくとして出てきているということ、それから直前の話にあった円高の広い意味でのメリットが相対的に内需型に感じられるということで、常識的にはこの二つが考えられるが、それ以外にも何か仮説が考えられるか。そこはどうであるか。大体この二つか。

#### 前田調査統計局長

円高について言えば、なかなか証拠がないが、一応理論的には考えられる。実は、大手の小売業者に聞いた場合に、逆に円高メリットはあまりない——例えば円建てで輸入しているとか——という話も結構あって、なかなかそういう意味では、私も少し奥歯に物が挟まったような言い方であるが、理論的には考えられる。一応その二つ、復興関係と円高である。

#### 白川議長

後者の方については、メリットが感じられると言う人は多分あまりいないと思う。ただ、あまり詳しくはみていないが、業種別に販売価格と仕入価格の関係でみると、全体が下がる中でも仕入価格の方がより下がって、そういう意味では、内需型はマージンが拡大しているというのが短観の結果であったようにも思う。そういう意味では、消費者からみて、思ったほどは下がっていないという意味においては、円高メリットは感じられないが、しかし企業からすると仕入価格はより下がっているので、業況判断では割合そういう感じが出ているのではないかとも思っている。

前田調査統計局長

非製造業の中で販売価格が上がっているのは、一つは建設である。建設は、需要増による販売価格上昇の面と、コストが下がり仕入価格が低下する面の、両方のメリットが出ている。あとは、目立ったのが宿泊や飲食である。多分、宿泊は震災後一旦かなり値段が下がったので、それを戻しているということだと思う。小売もあるが、小売は販売価格がそれほど上がっていなかったのであまり確認していないが、もしかしたら販売価格に比べて仕入価格が下がっているということはあるかもしれない。

西村副総裁

小売も——勿論業態によって違うが——、コンビニなどで売り方が大分変わってきているということで、それなりにビジネスモデルを変えてきている。それがようやく出始めたところである。一時期ある企業などは相当悪かったが、最近は売り方を変えたのでかなり良くなっているということはある。それを今度はアジアでまた同じことをやり始めているというところもある。

白川議長

他にあるか。

#### 4. 金融環境に関する報告(資料-5、7)

白川議長

ないようであれば、次に金融環境に移りたいと思う。

門間企画局長

それでは、事前に配付させて頂いている資料-5の参考計表をご覧頂きたい。まず図表1、インフレ予想関連である。(1)には新しいデータは入っていない。(2)は消費動向調査でみた1年後の予想インフレ率であるが、



ご覧のように少し低下気味であり、グラフ右端の11月分は数字で申し上げると+1.8%となっている。直近のピークは今年4月の+2.3%で、そこから緩やかに低下してきている。ただし、全体の振れの大きさからみれば僅かな変化であるし、足許の数字がまだ高めであるので、消費者のデフレ心理が強まっていることを示すものではないと考えている。(3)の短観から推計した企業のインフレ予想であるが、この図表では右端は9月短観の分までしか入っていないが、太い線の仕入価格では右端の数字が+7.4%となっているが、これが今回の12月短観で+1.9%まで低下している。同様に、細い線の販売価格の予想の方も、グラフ右端の+2.1%から今回は+0.2%まで低下している。既往の国際商品市況の低下、それを受けた企業物価指数の低下といった動きと整合的である。図表2、エコノミストのCPI予想であるが、(2)の年度見通しの方でみて頂いて、こちらは直近の12月調査が前月の11月分から変化していない。一方、(4)はESPフォーキャストの長期予想である。これは半年に1回だけ出るが、今回12月なのでデータが伸びていて、右端がご覧のように+0.4%と、半年前の6月に比べて0.2%ポイントほど低下している。ただ、このデータはまさにここに存在しているだけの時系列であって、この2009年の6月からであるが、この間、大体+0.5%前後で推移している。その範囲内ということで、取り敢えず良いのではないかと考えている。図表3(1)のQSSの調査、(2)のインプライド・フォワード・レート、いずれも概ね横這い圏内で推移を続けている。以上、各種のインフレ予想であるが、一部に若干低下気味のものもあるが、全体としてみれば、概ね横這い圏内で推移しているという認識で良いように思う。

次に、資金調達コストである。図表9の(1)であるが、一番上の細い実線が新規貸出約定平均金利、それに社債・CPを合成した総資金調達コストが上から二番目の太い線である。いずれもギザギザしているが、緩やかに低下しているという見方で問題ないと思う。そうした中で、今月の若干の留意点であるが、社債発行金利について、図表12をご覧頂きたい。

(2)のスプレッドであるが、この中で細い線のA格の右端が少し上がった

ている。これ自体は銘柄構成の変化による振れなので、引き続きボトム圏内で推移しているという認識で問題ないが、このグラフに表れていないBBB格のところ、このところ投資家の姿勢が幾分慎重化しており、後程申し上げるが、11月中はBBB格の発行はなかった。12月入り後、若干発行されてはいるが、そのスプレッドが以前に比べて幾分拡大しているという現象がみられている。ただし、拡大しているとは言っても、例えば50bpが60bpになっているとか、その程度の話であり、総じてみれば落ち着いて推移しているということで、これも差し当たって問題ないと考えている。

次に、資金調達量であるが、図表14をご覧ください。一番上の民間部門総資金調達であるが、11月分の前年比が-0.5%となっており、マイナス幅が着実に縮小している。10月との比較では、0.1%ポイントのみの縮小であるが、左の方の四半期ベースの推移と見比べて頂くと、マイナス幅の縮小ははっきりとしてきている。この流れを作っているのは、これまでどおり銀行貸出であり、中段の表でみて頂くと、11月の前年比は+0.5%までプラス幅が拡大をしている。内訳は、プラスかマイナスかという目でみると、都銀等がマイナスで地銀、地銀Ⅱが首都圏での貸出構成等からプラスとなっているが、最近の変化としては、都銀等のマイナス寄与の縮小が目立っている。引き続き、電力向けや企業買収関連の資金需要が効いている。なお、設備投資関連の資金需要は依然としてあまり動きはない。そして、一番下の表の社債発行であるが、11月は3,760億円と、最近の中では少なめであった。とりわけ、先程も申し上げたが、BBB格の発行が11月はゼロであり、投資家の姿勢が幾分慎重化している。もっとも、A格以上では久方振りの起債銘柄も多くみられているし、12月に入ってから、BBB格も、若干スプレッドは拡大しているが、本日1件加わって3件、400億円出ている。発行額全体でも、12月は7,000億円程度で、回復している。こういった状況を踏まえると、前月まで申し上げていたような発行体の裾野の広がりがみられているという点まで敢えて強調する必要はないかもしれないが、総じてみれば、良好な発行環境が続いていると判断さ

れる。

次に、企業金融関連のD Iをご覧頂く。図表 20 の中段が企業からみた金融機関の貸出態度である。短観のD Iは全体は+7%ポイントで前回と同じであるが、うち中小企業は+2%ポイントで、前回から 1%ポイント改善している。月次の指標では、日本公庫の 11 月分が表の一番右側、+25.5%ポイントで前月対比D I水準がやや低下しているが、均してみれば改善傾向にある。下段の資金繰りD Iについても同様で、短観は全体が横這いで中小企業が若干改善、月次の指標は 11 月のD Iが幾分低下しているが、均してみれば改善傾向という動きになっている。なお、ここには掲げていないが、商工会議所のD Iについては、11 月の単月も含めて、幾分上昇している。

次に、図表 25、マネー関連である。マネタリーベースの 11 月分については、前年比が+19.5%と、最近では最も高い伸びになっている。介入資金の一時的な滞留などが影響している。マネーストックの 11 月分は、M 2の前年比が+3.0%となっており、先程申し上げた貸出の増加傾向が反映されている。

以上、金融環境について若干纏めておくと、前月からの若干の変化として、敢えて挙げれば三つある。インフレ予想の一部の指標が若干低下、それから低格付け社債に対する投資家の姿勢が幾分慎重化、それから企業の資金繰りを示す一部のD Iが若干低下ということであるが、いずれも軽微な変化であり、何しろこの時点では一時的と考え得る変化なので、金融環境に関する基本的な判断としては、前月と同様、「緩和の動きが続いている」という評価で良いと思う。この資料は以上である。

続いて、事前にお配りしている資料-7 を使わせて頂き、3 か月に一度のご報告であるが、成長基盤強化支援の資金供給について若干取り纏めているのでご覧頂きたいと思う。1 頁目、まず本則分であるが、今回は 6 回目になる。前回 5 回目以降は、新規貸付はあくまでも返済された資金の中で 3 兆円までやるということであるので、金額はある意味自動的に決まってきた、それが今回は 1,629 億円だったということである。従って、当た

り前であるが、下段の表の残高の合計はちょうど3兆円である。2頁目の特則分であるが、一番上の表の前回第1期の分が381億円であったが、今回第2期は175億円であった。この結果、若干の期日前返済分を差し引いた残高が、中段の表にあるように527.5億円となっている。また残高ベースの貸付先数は22先となっているが、もう一度上の表をご覧頂いて、第1期が17先であり第2期は9先だが、この第2期の9先のうち5先が第2期で初めてアプライしたところであり、新顔である。17と新しい5を合わせて残高で22先となっている。金額そのものは、全体の枠が5,000億円という少しチャレンジングな規模に比べればまだ少ないが、取り組み自体は着実に広がっていると評価できると思う。それから、この資金を利用した金融機関自身の個別投融資の残高であるが、中程の（注4）に書いてあるように、554億円となっている。その内訳が、下段の表であるが、第2期のところで、554億円のうち出資等が52億円で、ABL等が502億円となっている。さらにABLの内訳をご覧頂くと、設備を担保としたものが今回急に増えて、残高ベースで37.1%、約4割に達している。次いで、売掛金担保が23.4%、さらに製品・商品、それから原材料という順番になっている。私からは以上である。

白川議長

ご質問どうぞ。

山口副総裁

8月に基金の残高を増やし、それから10月にも増やしたが、その効果については、現状どう評価したら良いのか。

門間企画局長

残高との関係で、定量的に1対1の評価というのは元々難しいが、現象面として言えば、やはり2年物の金利は、元々低下余地がなかった中での話なので若干ではあるが、引き続き低下している。そのベースレートのあ

る種緩やかな低下傾向が全般的に貸出金利等に反映されている、ということとは言えると思う。それ以外のC Pや社債等の買入れについては、これも先程若干議論が出ていたが、残高自体は——特に社債は——あまり積み上がってきてはいないが、ある種のマーケットへのバックストップとして、マーケットの心理全般に好影響を及ぼしているという可能性は高いように思う。先程申し上げたように、11月については一部低格付け銘柄で発行がなかったということもあったが、ただこれも当時の——11月の——世界を巡る金融環境の大嵐に比較すると極く僅かな変化であり、その意味では、そういう社債を買っているということもあって、恐らく社債・C Pマーケットの緩和的な状況も維持されていると判断できるように思う。残念ながら、E T F、J - R E I Tは段々力が少し落ちてきている感じはなきにしもあらずであるが、これもこの間の世界的な金融環境の非常にリスク回避的な動きを考えると、そこそこ下支えになっていると評価することは、一応可能ではないかと思う。数字のエビデンスがなくて申し上げているのだが、マーケットの受け止め方もそのようになっているのではないかと思っている。

山口副総裁

ある種の副作用は、どこか出ているのか。

門間企画局長

少なくとも、今申し上げた効果とか安心感に比べて、こういうまずい動きがあるというような、効果と対置すべきほどの副作用みたいなものはないと私は考えている。

山口副総裁

R E I Tはどうか。

門間企画局長

副作用というか、ずっとこの半年あるいはもう少し続いているのは、若干クオリティが低い銘柄の増資が続いているということだと思う。それを、我々がREITを買っていることのある種呼び水効果の一つとみるのか、ある種モラルハザード的な動きが一部混ざっているとみるのか、そこは判断が非常に難しいと思う。

山口副総裁

門間企画局長の判断はどうか。

門間企画局長

私は、政策をやらせて頂いている立場でもあるので、こういう局面においては、バランスを考えながらやっていきたい。従って、ぎりぎりメリットの方が大きいと思っている。少なくとも今のREIT市場の状況は、何か日本銀行のアクションによって大きな問題や歪みが起こっているというほどのことはないのではないかとと思っている。

西村副総裁

これは、元々は過度の不安心理を止めるというのが目的であった。この観点からみると、非常に効果があったと考える方が自然だと私は思う。

山口副総裁

REITについて、であるか。

西村副総裁

REITについても、である。

雨宮理事

総括判断としては、門間企画局長から説明したとおりであるが、個人的

に若干気になることがある。副作用と言うまでには至らないと思うが、公的当局がマーケットに入ると必ずこういう面は出るだろうという気はしていたことがある。すなわち、最近、マーケットでは、一つ一つのREITの収益性等々を議論するというより、日本銀行がいつ入ってくるか、最近、日本銀行の買い方が小さいのではないかというようなことも含めて、日本銀行の入り方が結構メインな材料になっている。本来の市場機能という観点からすると、やはり副作用の兆しのようなものであろうという気はしている。

山口副総裁

ETFには、そういう感じはないか。

雨宮理事

ETFでも、やはりいつ買うかということもあるが、逆に言うと、段々買う量について市場の意識が集中してくる——日本銀行はもっと買わないのかという議論がある——こと自身が、ある種の副作用の兆しのような気がする。ただし、そういう格好で市場機能が物凄く落ちてきて、あるいは市場の評価基準というか評価の仕方が悪化した結果、例えば、かつて2009年に社債・CPを買った時に、CP市場の規模自身がどんどん縮小して最終投資家が退出し始めた、といったような副作用が出ているかという、多分それはそうではない。従って、そういった意味も含めて、全体としては効果の方が勝っているという評価で良いようには思うが、多少気になる動きも出だしているという程度ではないか。

山口副総裁

基金の増額による限界的な金融緩和効果は、低下してきているのではないか、ということについてはどうか。

## 雨宮理事

一般的に量を増やせば限界効用はそれなりに小さくなるだろうが、門間企画局長が説明したとおり、前回の増額でいうと、2年物辺りの金利への効果は、量の部分はそれなりに及ぼしていると考えて良いように思う。そのうえで、むしろその前の社債、J-REITについて若干目立つのは、J-REIT、ETFの価格が結構弱いことをどう評価するのか、限界的に効果が小さくなっているということとの関係をどう評価するかである。確かに、当初の一種のサプライズも含めた効果と比べると、単純な額の効果は薄れている可能性はあるかもしれない。しかし一方で、今、REIT等が弱いのは、やはり大きな世界のリスクオフの傾向や、あるいは先程、少し門間企画局長から申し上げたが、少し増資が増えて需給環境が悪化したといった要因が強く出ていると思うので、効果そのものは非常に小さくなった、あるいは場合によってはマイナスになったというところまで判断する必要はないのではないかと考えている。

## 亀崎委員

ETFやJ-REITで、もっと大きく、もっと頻繁に買って欲しいとか、額が段々小さくなってきているのではないかと、といった声が色々増えること自体はまだ良いのだが、それに応えるようなことをすると、これはモラルハザードを起こしかねない。民間が寄りかかってきてはいけないので、ある意味そういう声が出る位がちょうど良いのではないかと思う。これは本当にきりがなくて、もっともっと買って欲しい、というようになってくると危ない。

## 石田委員

マーケットが昨年比べて悪くなり過ぎている。昨年は、まだ先がある、明るさがあるかもしれないと思っていたので、買われると非常に反応したと思うが、TOPIXなど今はここまで下がったので、それだけマーケットがそういうものに対する意味合いを強め過ぎている。他に期待できるも



のもないので。

白川議長

他にあるか。

## 5. 金融経済月報に関する報告

白川議長

それでは、金融経済月報の概要に移りたいと思う。

関根調査統計局経済調査課長

私から、実体経済・物価についてご報告する。内容的には、先程、前田調査統計局長から説明があったとおりであるので、それがどのような形で反映されているのかを確認させて頂きたいと思う。まず、現状の冒頭文であるが、「海外経済の減速や円高の影響などから、持ち直しの動きが一服している」としている。先月は、「持ち直しの動きが続いているものの、海外経済の減速の影響などから、そのペースは緩やかになっている」としていたが、それを「持ち直しの動きが一服している」という形で、判断を若干後退させた次第である。それが、各論の部分でどういう形で反映されているかであるが、輸出、生産のところである。「海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響もあって、横ばい圏内の動きとなっている」としている。これも先月の文章では「そのペースは緩やかになっている」としていたのを「横ばい圏内」に変更している。その次の文章は、短観を反映させてということだが、「企業の業況感については、内需関連業種に底堅さがみられるものの、全体としては、改善の動きが鈍化している」としている。また、設備投資は、先程、判断が微妙なものがあるという説明があったが、「緩やかな増加基調にある」ということで、先月から「基調」という言葉を入れる形で若干変更している。公共投資については、がれき処理等色々出てきているので、先月まで「下げ止まりつつある」としていたのを「下げ止まっている」と、こちらの方はむしろ判断を進めている。

先行きであるが、先程、「当面」はいつまでだというご議論もあったが、「当面、横ばい圏内の動きになるとみられるが」と、現状を踏まえた形で表現を変更している。結論として、「緩やかな回復経路に復していくと考えられる」というところは、先月と変わっていない。各論の段落も似たような話であって、輸出・生産は、「当面、横ばい圏内の動きを続ける」としている。設備投資だが、先月までは先行きについても、設備投資、住宅投資、公共投資と一つに纏めて書いていたが、現状のところでもそうであったが、設備投資について若干判断が微妙なところもあって、書き分けようということである。「設備投資は、当面、海外経済減速の影響などを受けつつも、被災した設備の修復・建替えもあって、基調的には緩やかな増加を続けると予想される」としている。住宅投資、公共投資については、「復興関連需要の顕在化などから、徐々に増加していくと考えられる」と、先月と変わらない。

最後に、物価だが、これは細かい修正がある。国際商品市況は足許では横ばいの動きということもあるので、「既往の国際商品市況の下落」という形で、「既往の」という言葉を付け加えさせて頂いている。私からは以上である。

神山企画局政策企画課長

金融について、ご説明する。まず、金融市況及び我が国の金融環境の総括表現は、いずれも前月から変化はない。金融環境の個別項目では、三点ほど変更を行っているのご確認頂きたい。まず、社債市場の発行環境について、先月まで「発行体の裾野に拡がりが見られる」と記述していたが、今月はこれを削除し、代わりに「総じてみれば」を入れている。「総じてみれば、良好な状態が続いている」ということである。次に、銀行貸出についてだが、前年比プラスが2か月連続となったので、先月の「前年比は、小幅の増加に転じている」から、今月は「小幅の増加となっている」と変更している。最後に、マネーストックであるが、実績を踏まえて、「前年比3%程度の伸びとなっている」としている。以上である。

白川議長

ご質問はあるか。ないようであれば、本日はこれで終了する。明日は、午前9時に再開する。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々を含め、この場の皆様におかれては厳正な機密管理をくれぐれも宜しく願います。以上である。

(16時32分中断、21日9時00分再開)

白川議長

金融政策決定会合を再開する。本日の議事進行をご説明する。最初に「5中央銀行との間で締結する為替スワップ取極の要綱および米ドル以外の外貨資金供給オペレーションの基本要領等の制定」に関する執行部説明と採決、二番目に金融経済情勢に関する討議、三番目に当面の金融政策運営等に関する討議、四番目に政府出席者からのご発言、五番目に金融市場調節方針等に関する議案取り纏めと採決、六番目に11月15、16日及び11月30日開催の決定会合の議事要旨の承認、最後に2012年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日の承認である。政府からの出席者の方々をご紹介します。財務省からは藤田幸久副大臣、内閣府からは石田勝之副大臣である。会合中でのご発言は、全て記録することが前提である。委員及び政府出席者におかれては、そのことを踏まえてご発言をお願いします。なお、情報管理の観点から、議案作成のための中断の際や閉会后報道の解禁までの間については、この会議室内にとどまって頂くようにしている。今回もそのような扱いとしたいと思うので宜しく願います。

### Ⅲ. 「5 中央銀行との間で締結する為替スワップ取極の要綱および米ドル以外の外貨資金供給オペレーションの基本要領等の制定」に関する執行部説明と採決（資料－8）

白川議長

それでは、最初の議題、「5 中央銀行との間で締結する為替スワップ取極の要綱および米ドル以外の外貨資金供給オペレーションの基本要領等の制定」について議論を行いたいと思う。日本銀行は、11月30日の臨時金融政策決定会合において、5中央銀行、すなわち、カナダ銀行、イングランド銀行、欧州中央銀行、米国連邦準備制度、スイス国民銀行との間で、不測の事態への対応措置として、市場の状況によって必要とされる場合に、各国・地域において、6中央銀行いずれの通貨でも流動性供給を行えるよう、2013年2月1日を期限とする為替スワップ取極を締結することとした。これを受け、執行部では、各国中央銀行とともに、為替スワップ取極の具体的な内容について検討を進めてきた。また、為替スワップ取極に基づいて調達した米ドル以外の外貨により、日本銀行が資金供給を行う場合の枠組みについて、併せて検討を行った。本日は、これらについて、お手許に配付した資料－8により、執行部から説明して頂く。説明の後、質疑応答を経て、本件の採決を行いたいと思う。

梅森企画局審議役

それでは、お手許の資料－8に従ってご説明申し上げます。1頁目である。まず、経緯及びご決定頂く事項であるが、今、白川議長からお話があったような経緯で、本行を含む6中銀は、原則として、米ドルの枠組みをそのままなるべく使いたいということを前提に、為替スワップ取極の内容について検討を行ってきたところ、今般、成案を得たので、以下の事項についてご審議、ご決定頂きたいと思う。

まず、(1)の本行が米ドル以外の外貨を調達して市場に供給するケースについては、現在、オペの実施が必要な状況にはないが、①の為替スワッ

プ取極要綱と同時に、密接に関係する②のオペの基本要領、③のオペ先選定の基本要領を定めることが適当と考えられる。(2)の本行が円資金を提供するケースについては、海外中央銀行が円資金を市場に供給する場合のオペ形式などの取扱いは、各中銀に委ねて差し支えないものと考えられるので、為替スワップの取極要綱のみ定めれば足りるものと考えられる。

2頁である。以下、要綱、基本要領等の考え方についてご説明申し上げます。まず、(1) 為替スワップ取極の要綱であるが、①取極の目的は、現存する米ドル調達のスワップと同じとすることが適当と考えられる。②取極の主体は、本行と米国連邦準備制度を除く4中銀である。③対象取引は、4中央銀行が本行に外貨を提供し、本行が4中央銀行に円を提供する為替スワップ取引である。④有効期限は、11月30日の6中央銀行間の合意のとおり、平成25年2月1日とする。⑤引出限度額については、本件が不測の事態への対応措置であること踏まえれば、設定しないことが適当と考えられる。

次に3頁、(2) 外貨資金供給オペレーションの基本要領である。①趣旨、②貸付方式、③貸付期間については、米ドルの基本要領と同じとすることが適当と考えられるので、そのようにしたいと思う。④貸付利率は、6中央銀行間の議論では、固定金利方式とし、通貨提供元の中央銀行が指定する金利を貸付利率とすることが適当と考えられており、そのようにしたいと思う。これは、各中央銀行とも、現時点では、米ドル以外の資金供給の必要性が見込まれていないので、今は具体的な金利水準は定めず、通貨提供元の中央銀行による指定を前提として、実行時に当事者となる二つの中央銀行が確認した金利を、為替スワップの適用金利、すなわち金融機関への資金供給の貸付利率とすることが適当という考え方である。⑤為替変動リスクへの対応であるが、本オペは円建ての適格担保を見合いに外貨資金を貸付ける形態であるので、オペ先が差し入れる担保の所要額については、米ドルの場合と同様、円換算した貸付額に為替変動リスクを勘案した率を乗じた金額とすることが適当と考えられる。また、この乗じる率については、米ドルの場合と同様、過去のヒストリカルデータを使用したバックテ

ストに基づき、4頁に表が書いてあるが、オペ期間が1か月以内については保有期間が1か月間のデータ、オペ期間が1か月超3か月以内については3か月間における円安方向での最大変動率とすることが適当と考えられる。計算結果は、4頁にあるとおり、(参考)として表の一番下に米ドルが書いてあるが、この既存の米ドルも含めて通貨間で結果としてあまり大きな差は出なかった。⑥外貨資金の受渡しであるが、オペ先との間の外貨資金の受渡しは、オペ先及び本行がそれぞれ指定した各中央銀行における口座を用いて行う。また、オペ先については、自らの口座でなくても委託先へのぶら下がりも可能とするということ为宜しいかと思う。なお、ユーロの受渡しについては、ユーロシステムを構成する欧州中央銀行と各国中央銀行のいずれの口座でも可能とすることが適当と考えている。

(3) オペ先の選定の基本要領であるが、これも米ドルの場合と同様、共通担保、国庫短期証券、国債現先のいずれかのオペレーションの対象先で、かつ本行との間で外貨資金の受渡しを行うための口座を自らまたは委託先に持っている先の中から、随時公募できるようにすることが適当と考えている。

3. は本行による円資金の提供の場合の取極要綱の考え方であるが、(1) 取極の目的、(2) 取極の主体、(3) 対象取引、(4) 有効期限、(5) 引出限度額については、いずれも本行が他国通貨を調達する場合のスワップの取極要綱と同様の規定振りとすることが適当と考えられる。(5) 引出限度額であるが、引出限度額を設定しない場合、市場の緊張度が低下した際にも本スキームを通じて円資金が市場に供給されることによる金融市場調節への悪影響やモラルハザードを招かないか、という論点がある。こうした副作用の回避については、この後申し上げる適用金利を適切な水準にすることによって、平時には利用されない仕組みとすることが適当と考えている。そこで、(6) 適用金利であるが、これについては本行が指定する金利とし、現時点では資金供給の必要が見込まれていないことから、具体的な水準は決めず、資金供給の必要が生じた際に、改めて金融政策決定会合でご決定頂くことが適当と考えられる。具体的な水準を設定する際には、先

程の限度額を設定しない場合の副作用を回避する観点から、各国中央銀行がどのような適用金利を指定してくるかということも踏まえつつであるが、本行が行う固定金利オペや市場金利よりも高く設定することが適当と考えられる。(7) 引出期間は、本行が他国通貨を調達する時と同様、3か月以内ということで宜しいかと思う。

本件に関連する為替スワップの取極要綱、オペ及び対象先選定の基本要領をご決定頂きたいと思う。9 頁、付議文をご覧頂きたい。「カナダドル資金供給オペレーション基本要領」の制定等に関する件である。案件は、11月30日に米ドルオペの期限を延長した際と同様の書き方である。記書き以下であるが、通貨ごとにアルファベット順に定めている。まずカナダドルであるが、1. がオペの基本要領、2. がオペ先選定の基本要領、3. がスワップ取極要綱で、(1) が本行のカナダドル調達、(2) が本行による円資金の提供を定めたものである。以下、通貨ごとに同様の構成であって、4.、5.、6. が英ポンド、7.、8.、9. がユーロ、10.、11.、12. がスイスフランであり、ニューヨーク連銀との間には既存の米ドルオペの枠組みが存在するため、新たに制定が必要なのは、13. の本行が円資金を提供する際のスワップ取極要綱のみである。以下、個別の規程は読み上げを省略させて頂く。

5 頁、本件をご決定頂いた場合の手続き等々である。まず、本日、執行部において速やかに適宜の方式で対外公表したいと考えている。規程の制定や改正を行う時の通例に従い、要綱や基本要領をそのまま掲載することとしたいと思っている。それから、各中央銀行との間で為替スワップ取極を締結することとしたいと思う。5 中央銀行分全て、それから外貨調達、円提供の双方向の全て、いずれも本日付署名、明日発効を予定している。それから他中央銀行の公表の扱いであるが、本件は11月30日に6中央銀行間でマルチのスワップ網を作るという大方針の決定を受けたものであるので、改めて6中央銀行が共同声明のようなものを出す予定はない。スワップ取極を締結した旨の公表の有無、それから公表をする場合の仕方については各国中央銀行の判断ということとなっている。他中央銀行の公表

の有無については、FRBは全ての取極の締結が終わった時点で取極文書のみをホームページに掲載する予定と聞いている。カナダ銀行はFRBとの間のスワップの取極文書のみを、本日以降ホームページに掲載する予定と聞いている。イングランド銀行、欧州中央銀行、スイス国民銀行は特段の公表は行わないと聞いている。

さらに、スワップ締結後の実務作業であるが、本スワップ取極の締結は、不測の事態への対応措置であるので、現状、米ドル以外の通貨で実施する必要性はないと判断される。従って、スワップ取極より先の実務作業、例えばカナダドルのオペ先を募集するといった作業を進める必要性は、現時点ではないと考えている。現時点では、取引先からも米ドル以外の通貨での資金供給の要望もないし、仮に実務作業を進めれば、本行が他通貨についても市場の緊張を見込んでいっているという誤解を招く恐れもある。ただし、金融市場や金融機関の資金繰り動向については、引き続き注意深くモニターして、海外中央銀行と緊密に連絡、協力しつつ、対応の必要性が生じれば速やかにオペの実施に向けて準備を進めることとしたいと思う。私からは以上である。

白川議長

ただ今の説明に関するご質問、ご意見をお願いします。

森本委員

短期間に精力的に協議されて、大変だったと思う。内容については異論ない。ただ、そのうえで一つ、適用金利であるが、各国の中銀が指定する金利について、形式的には全くフリーということになっていて、その時の市場の状況等々で色々決められることになると思うが、協議の中で、基準となる考え方や、例えばこの位が上限だろうというような暗黙のというか、内々の水準的な考えについて、何か合意されているような感じはあるのか。



#### 梅森企画局審議役

スワップ金利とオペの金利はともに、最初は、現在の米ドルと同じO I S + 50bp が議論の出発点となっていた。現在、金利変動が激しい通貨もあるので、果たしてこれで良いのかという議論もあって、途中から、現時点で米ドル以外の資金供給の必要性が見込まれていないので、ここで敢えて急いで具体的な水準を決める必要はないのではないかということとなり、結局、今ご説明したような、通貨提供元の中銀が指定した金利を前提として、実行時に当事者となる2中銀が確認した金利が適当ということになった。ただ、基本的な考えとしては、これがモラルハザードや予期せざる資金引出しを招くことがないようにということであるので、それは政策金利あるいは市場金利よりも高めということが当然頭の中にあることになる。

#### 森本委員

下限はあって、上限の方はあまりないのだな。基準となる考え方はほぼ共有されているのだな。

#### 雨宮理事

これは、元々、ドルオペを始めた時に、ある種基本的な考え方は完全に共有されていて、その時のマーケットの状況に応じて、マーケットを安定化させるという観点から、必要な上の金利を決めて、かつモラルハザードを招かない、あるいは退出をしやすくするという観点から、下も決めるという、大枠は完全に共有されている。あとは、その時の通貨ごとの市場動向によって、どういうレートにするかというのは、その時の状況での判断であるので、それも含めて現在ではそれは決めないということである。

#### 亀崎委員

私も、非常に短期間のうちにここまで詰めるのは、大変だったと思って評価している。今の点についてだが、貸付利率は固定である。一方、本行

の資金の提供は適用金利とあって、固定とは書いていない。私の質問は、これは再来年の2月までであるが、仮にベースの金利が動いた時、例えば、本行の場合、貸付は固定金利をベースに考える訳であるが、資金提供の方は固定と書いていなくて、資金調達の方は固定である。固定ということは、最初に決めた金利をずっと適用していく訳であるな。

雨宮理事

これは、オペの時に適用する——例えば、3か月物であればオペを実施する時の、スタート時の3か月物の金利を適用する——という意味であって、明日、明後日、明々後日ごとに仮にオペをやれば、その時のマーケットレートに何らかのプレミアムを乗せて決めるということである。固定金利というのは、ある時決めた金利でオペをずっとし続けるということではない。

亀崎委員

それは、今のドルオペと同じだな。しかし、例えば、今、O I S + 50bp等と定めなかったが、その辺の考え方はプレミアムだけを決めて、あとはベースが動けば、それにつれて動くということか。

雨宮理事

勿論、そうである。かつ、ベースも恐らくそれぞれの国の金融市場によって、今のドルのようなO I Sレートが良いのか、あるいは例えば政策金利が良いのかということも、多分、その時の状況によって議論になるかとは思ふ。

亀崎委員

だから、固定金利というのは、プレミアムのところであるな。

雨宮理事

いや…。

白川議長

固定金利というのは、要するに変動金利ではないということを意味している。

梅森企画局審議役

何らかのベースレートにプレミアムを乗せるということも含めて、固定金利と呼んでいる。

亀崎委員

そういう意味なのだな。

雨宮理事

逆に言えば、入札制と対比してご理解頂けると良いかと思う。入札制の場合には、今日入札にかけて、でき上がりの金利がどうなるかというのは分からない訳である。それに対して固定金利と申し上げるのは、その時の市場金利プラスプレミアムで、レートを固定してオファーして、額は幾らでもどうぞということである。入札対固定というようにご理解頂ければ良いと思う。

白井委員

貸付期間について確認なのだが、ドル供給オペの方は3か月以内といっても、実際は1週間と3か月である。他の通貨でも3か月以内になっているが、今のところ期間は決めていないということで、依頼があった時に、先方のディマンドに応じる形になるのか、その時に協議するという事なのか。1週間とか3か月とか。

雨宮理事

基本的には先方のデマンドである。例えば、今でもドルオペをやる期間というのは、国によって地区によって少し違って、それぞれの自分の金融市場における使い勝手、ニーズ等を踏まえながら対応していくことになろうと思う。ただ一方で、これはやはり6中央銀行の共同措置であるので、中央銀行によって全くばらばらであったり、あるいは一つの通貨が世界的に逼迫してやる訳なので、それが地区によって全然違う——一方は1日物で良いが、一方は3か月物で良い——こともないであろうから、従って、あとは共通の目的と、それぞれのローカルな金融市場の特徴という両方を勘案しながら、決めていくことになろうかと思う。

白川議長

他にご意見、ご質問はないか。ないようであれば、本件に関する採決をお願いします。

〔「カナダドル資金供給オペレーション基本要領」の制定等に関する件  
について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン〕

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

本件については、本日、金融政策決定会合終了後、速やかに適宜の方法により、執行部から対外公表することとする。

#### IV. 金融経済情勢に関する討議

白川議長

次に、最近の金融経済情勢についての討議に入りたいと思う。お一人 5 分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。本日の順番であるが、西村副総裁、石田委員、中村委員、森本委員、亀崎委員、白井委員、山口副総裁、宮尾委員の順番である。それでは、西村副総裁からお願いする。

西村副総裁

国際金融市場で緊張の高い状況が続き、世界経済に影響が出始めているが、総体で見ると金融経済情勢は展望レポートでの見立ての下限ぎりぎりまで推移しているというように把握している。各国経済はリーマン・ショック後の政策や、自然災害やその復興といったそれぞれの事情に対応する形で、国内でも、そして国と国との間でも、ばらつきの大きな状況である。また、ここ数日の北朝鮮情勢だが、影響を判断するにはまだ時期尚早と考えている。国際金融市場では、11月30日、日米欧6中銀の協調対応策で投資家のリスク回避姿勢は一旦和らいだ。しかし、12月9日のEU首脳会議後は、市場で欧州当局の対応が不十分との見方が強く、またユーロ圏国債格下げ懸念もあり、警戒感が解けていない。加えて、来年はユーロ圏政府、域内銀行の借換え需要が、優に2兆4,000億ユーロを超えるという

ECB高官の指摘も重石の大きさを示している。このため、ユーロ／ドルの通貨スワップ・スプレッドは、一旦大きく縮小したが、再び拡大方向に動いている。欧州金融機関、特に中小の資金繰りのタイトさが認識され、カウンターパーティ・リスクの高まりが懸念されている。懸念は、密接な金融取引関係を背景に、米国にも飛び火する可能性もある。欧州系金融機関による米国向け貸出抑制に加え、米国系金融機関の持つデリバティブのカウンターパーティ・リスクへの懸念である。米国通貨監督庁によれば、米国主要行におけるデリバティブ契約額は、グロスでみてリーマン・ショック直前の2008年6月の194兆ドルから3年後2011年6月の332兆ドルと大きく膨らんでいる。多くはヘッジ目的でネットアウトされるが、欧州金融機関の一部に不測の事態が起こると、米国へここを通じて波及するリスク、そしてそれを懸念して過剰反応が起こるリスクには注意が必要だと考えている。

こうした中、ソブリン問題の震源地である欧州経済は停滞色を強めている。製造業輸出受注PMIは10月44.2、11月43.5と7～9月平均47.7からさらに大きく低下し、既に弱かったユーロエリア域外輸出は先行き一層抑制される可能性が高いと思われる。設備投資は、10月ドイツの国内投資財受注が、大きく減少していた7～9月に比べてもさらに-2.4%の減少となるなど減速している。この間、個人消費は概ね横這い圏内であったが、ソブリン問題深刻化による緊縮財政の影響で、足許家計マインドは悪化している。10月のユーロエリア鉱工業指数は、これまで増加を続けていたドイツが減少に転じ、7～9月は-1.0%の減少となった。ただこの間、ドイツとその他の国、特にソブリン問題を抱える国とのばらつきが鮮明になっている。ドイツ以外の急速な経済活動の停滞に比べればドイツの落ち込みは小さい。昨日発表のIFO景況感指数の期待指数や12月13日のZEWの景況感、若干の改善すらみせている。さらに、ユーロ安はドイツでは域外輸出の下支えになっているのに対し、他の国では輸入インフレの傾向が出ている。実際、加工食品とエネルギーを除くコアインフレは、ドイツに比べて他国の上昇ピッチがかなり高い。ドイツの現状が他国に比

べればまだ良いということが、今般のソブリン問題に対するドイツの動きの慎重さに現れているように思われる。今後十数か月の見通しは、ドイツがどのようにソブリン問題に対処するかに依存すると思われるが、メインシナリオは、足許から来年初めの悪化は避けられないが、それが触媒となって 2012 年中には適切な対策が講じられ、大きな下押しは避けられるとするものである。しかし、市場の反応が読みづらく、不確実性はいつになく高いと考えている。

次に、米国経済であるが、随所にミスマッチがみられ、このため米国でもばらつきがキーワードだと思う。前回までの決定会合で説明したとおりの展開なので重複を避けるが、一点だけアップデートしておきたい。景気のパロメータといえるホテルの空室率だが、リーマン・ショック前の状況にまで回復している。これは、中西部エネルギー産業や IT 産業での SNS ゲームなど、ブームになっている産業が一部にあるからである。これを反映して、最新のデータ、BLS の JOLT だが、10 月 31 日現在求人率は 2.4% である。これは、実はリーマン・ショック直前の 2008 年 8 月が 2.5%、9 月が 2.3% であるから、大体このレベルまで回復しているということである。しかし、失業率は、2008 年 8 月は 6.1%、9 月は 6.2% であったのに対して、今年 10 月は 9% と、大きく上昇したままである。失業者が溢れる一方、求人が埋まらないミスマッチが深刻であることを示している。なお、11 月の失業率は 8.6% と低下したが、これは労働参加率の低下が大きく寄与したために過ぎないと思う。

米国の個人消費は、11 月家電や通販の売上が増加し、コンファランス・ボード指数等のマインド指標も改善するなど、景気の二番底、底割れの懸念は後退、第 4 四半期は恐らく 3% 近い、あるいはそれをかなり超える成長を見込む筋が増加している。しかし、深刻なミスマッチが速やかに解消するとは考えにくい以上、より長い目でみれば、雇用面における改善の遅い極めて穏やかな回復を続ける、との見通しを変える必要はないと思う。加えて、このところ上振れている振幅の大きな指標が下向きのサプライズを起こした時の過剰反応や、欧州ソブリン問題がさらに深刻化し、米国経

済に直接に影響を及ぼす可能性には留意が必要である。その意味では、クリスマス商戦後のレイオフの影響が反映される来年2月3日の雇用統計は、かなり注意が必要だと思っている。

次に、新興国経済であるが、中国経済では輸出が減速し、税収や発電量等も、過去の高いトレンドと比べると、年央からの弱めの動きが続いている。しかし、固定資産投資や小売売上は、発表統計を信じるならば、相応の伸びを続けているため、減速しつつも比較的高い成長を続けているとされる。加えて、11月消費者物価上昇率は、食料品や住居費の上昇幅縮小を主因に、前年比+4.2%にとどまった。そのため、インフレ懸念からの金融引締めが修正され、今後、大幅な景気減速は避けられるという向きが増加しているが、人口構成がここ数年で曲がり角を迎えることを考えると、今までと同様な刺激策が今後も十分に有効かについては、慎重にみる必要があると考えている。他の新興国も、輸出の減少や既往の金融引締めの影響から減速している。新興国への資金流出入状況を投資資金の動きでみると、株式、債券ともに11月下旬には一旦流出超に転じたものの、12月上旬時点ではほぼ中立となっている。与信の動きをみても、現時点で利用可能なデータからは、中東欧向けを除いて大きな動きはない。ただ、先行き欧州金融機関における資産圧縮の動きを契機に、新興国からは急速かつ大規模な資金流出が起こるリスクへの目配りは忘れてはならないと思う。

次に、我が国経済では、2005年基準改定を織り込んだ7~9月実質GDP2次速報は、年率で+5.6%と、基準改定前の1次速報年率+6%に比べて小幅な修正にとどまり、7~9月の急速な回復の姿に変更はなかった。実際、企業収益でみると、法人季報7~9月売上高経常利益率は、中堅中小企業の改善を主因に、全体として4~6月対比下げ止まっている。設備投資では、機械投資の一致指数である資本財総供給が4~6月、7~9月と前期比増加した後、10月も7~9月対比で+1.9%と増加している。12月短観の全産業全規模の設備投資計画をみても、2011年度は前年比+3.7%と、2010年の+2.3%を上回っている。このように、設備投資は被災した設備の修復もあり、円高や海外景気の減速の影響にもかかわらず、足許は緩や



かな増加基調というように判断している。次に、個人消費であるが、雇用・所得環境が厳しいものの改善傾向にあることと、震災後のマインド悪化からの回復もあり、実質小売業販売額が7～9月に前期比+1.9%となった後、10月の7～9月対比も+1.5%と増加を続けている。サービス消費も、外食、旅行等、振れを伴いながらも持ち直しており、消費は全体として底堅いと考えている。

しかし、足許から先行きでは、11月の決定会合で指摘したリスクがデータで裏付けされ、当面、減速、横這い局面に移りつつあると思う。振れは大きい先行指標でもある機械受注（民需、除く船舶・電力）は、9月に続き10月も前月比マイナスとなった。住宅投資については、新設住宅着工戸数が9月に前月比-20%の大幅減となった後も、10月は+3.9%と小幅な戻りにとどまっている。改善傾向だった景気ウォッチャー調査等消費関連のコンフィデンスも、足許、横這いあるいはやや下向きで推移しているように見える。中でも、実質輸出は、海外経済の減速や円高に加えてタイの洪水の影響から、10月は前月比-4.9%の大幅な減少となった。EU向けが資本財・部品を中心に大幅に減少し、タイ向けも2割近い大幅減となったことが主因である。この結果、10月鉱工業生産の実勢ベースは、7～9月対比+0.3%程度の小幅増加にとどまっている。このため12月短観の業況判断は、ここでもまたばらつきのはっきりしたものとなった。内需中心の中小企業及び非製造業では持ち直しの動きが続く一方、輸出中心の大企業製造業においては、マイナスに転化し、弱めの動きとなっている。

最後に、物価であるが、10月消費者物価の前年比は-0.1%となり、9月から0.3%ポイントの低下となった。昨年10月のたばこ増税と傷害保険料引き上げの影響を除くと、概ねゼロ%で推移しているという評価に変わりはないが、ただし、展望レポート見通しのセントラルテンデンスー対比、足許ほんの心持ちであるが下振れしているように思われる。今後の推移であるが、前回申し上げたように、世界的にはデフレになりにくい、インフレ傾向になりやすいゆっくりとした基調変化が起こっているとは思いますが、当座の動きは実体経済の動きからの影響が大きいと思う。欧州ソブ

リン問題が世界の实体经济に強いマイナスの影響を及ぼすなら下方に、イラン問題等が急速に悪化するならば上方に大きく振れる可能性には、十分注意しなければならないと考えている。以上である。

白川議長

それでは、石田委員お願いします。

石田委員

まず、我が国経済の現状及び先行きについての見方は、前回会合時点から若干弱めとなっている。前回の会合では、足許 10～12 月の減速の度合いと年明け 1～3 月での回復の度合いが今後のカギとなると申し上げたが、両期間ともに当時よりやや弱めにみざるを得ないと考えている。もっとも、やや長めにみると、緩やかな回復経路に復していくというメカニズムは崩れていないと考える。

このように見方を少し変えた理由は、やはり欧州情勢である。先般の欧州首脳会議——12 月 8、9 日——で今後の欧州統合に向けての基本的な合意などが決められたが、いずれも今後時間をかけて対応していくものであり、足許での種々の問題点に対して市場を安心させるものとはならなかった。また、E F S F の 12 月からの本格的な稼働についても目途がついていないほか、格付機関の格下げ問題も足許の懸念材料となっている。欧州経済については、先行きの景気後退リスクというよりも、既に景気後退を所与のものとしての見方になっており、欧州のみならず、これが新興国をはじめ海外経済に影響を与え始めている。

新興国については、貿易、金融などのチャネルを通じた欧州問題の影響が現実のものとなってきており、総じて通貨も下落方向にある。これらの点から先行きを悲観する見方も多いが、一方で、経済過熱に対する金融引締めが、欧州経済による国内経済減速の影響から緩和に向かう国が多く、全体として若干下押しされるものの、高めの成長の維持は可能とみている。中国についても、緩和方向に転じたものとみられる。

次に、米国については、このところ市場予想を上回る指標の公表が続いている。統計上の歪み、一時的な現象とみる向きもあるが、夏場以降の改訂後の就業者の増加数の推移、あるいは消費の動向には底堅いものがみられている。特に、消費については、個人所得の伸びが小さいもとで、貯蓄率が低下しており、その持続性を疑問視する見方もあるが、7～9月期の個人所得税収をみると、消費の強さは裏付けられているという見方もある。米国については、従来みていたよりも若干状況は良いのではないかと考えている。

我が国について、7～9月期の実質GDPは、基準改定後で前期比+1.4%と震災からの持ち直しが確認されているが、その後、海外経済の減速や円高の影響から、足許にかけて輸出、生産に陰りが出てきている。10～12月期の減速の度合いは想定よりも強いとみている。来年1～3月期については、従来見込んでいた復興需要の効果も先へ延びる可能性が強く、足許での外需の弱さもあり、1～3月期についても想定よりも弱めにみざるを得ないと考える。内需面については、個人消費は底堅く推移している。また、設備投資は、機械受注がこのところやや弱めの動きとなっているとはいえ、被災した設備の修復もあって基調としては増加している。12月短観の業況判断でも、輸出関連業種の多い大企業製造業はマイナスに転じたが、内需関連業種の多い大企業非製造業は、リーマン・ショック以降で最大のプラスと堅調さを示した。

次に、リスクの面だが、当面最大のリスクと考える欧州情勢については、マーケットが非常に緊張した場合には、今後も独仏が先導してそれなりの対応をポイント、ポイントで取ることになると思う。その段階で一旦緊張の緩和も予想されるが、基調として緊張状態が続くと思われ、实体经济へのさらなる下押し圧力が懸念される。

国内においては、1～3月期の減速の度合いが大きくなると、現状健闘している非製造業の業況が悪化することが懸念される。また、電力供給についても、新年以降、夏場に向かって足許のリスク要因として再びクローズアップされてくる可能性がある。このほかにも、米国のイラン制裁にか

かる同国中銀取引規制は、我が国の原油輸入に大きな影響を与えかねない点、今後、留意を要するものと思われる。

物価については、従来の見方から変化していない。10月の生鮮食品を除くベースの消費者物価の前年比は $-0.1\%$ となった。国際商品市況の一部の下落や円高などから、物価に下押し圧力がかかる筋合いにある。原油市況は底堅さがみられるが、たばこ税引き上げなどの特殊要因が剥落したもとの、予てみているとおり、消費者物価指数の前年比は、マイナス圏に逆戻りすることを含めて、当面はゼロ%近傍で推移するものとみている。私からは以上である。

白川議長

それでは、中村委員お願いします。

中村委員

世界経済は、欧州経済を中心に成長ペースが減速する中、新興諸国もややペースダウンとなっているが、基本的には回復傾向を維持している。また、我が国経済は、持ち直しの動きが続いているものの、こうした海外経済減速の影響等から、足踏み状態にある。

欧州債務危機については、12月のEUサミットにおいて、英国を除くEU諸国26か国が、中長期的な財政規律の強化等を骨子とする新たな政府間協定の締結を目指すことで合意したが、早くも、同条約の実効性について疑念が強まっている。また、足許の危機回避に向けた施策が打ち出されていないこともあり、欧州金融市場の緊張感は引き続き高まっている。

続いて、海外経済についてであるが、米国経済は、緩やかな回復が続いており、7~9月期の実質GDP成長率は、個人消費や設備投資を中心に前期を上回る伸び率となった。消費マインドが低水準ながらも改善を示す中、11月の小売売上高が増加基調を続けているほか、自動車販売台数も1,300万台を維持している。また、企業活動を表す指数や企業マインドも、底堅く推移している。先行きについても、緩和的な金融環境が続くもとの、

低水準ながらも底堅い個人消費等に支えられて、回復を維持できると思われる。しかしながら、家計のバランスシート調整が続く中、欧州債務危機等の影響による輸出の減少等もあり、回復ペースは緩やかなものとならざるを得ない。

ユーロ経済では、欧州債務危機によりマインドが悪化しており、欧州金融機関の貸出姿勢の厳格化や資産圧縮の動きなどを通じて、実体経済が下押しされた状態が続いている。先行きも、各国の緊縮財政政策が続く中、市場が納得できる抜本的な解決策が実行に移されるまでの間は、マインドや金融面からの実体経済への下押し圧力が強く働き、低調に推移するものと思われる。こうした状況下、ECBは、12月8日の政策理事会で、先月に引き続き政策金利を引き下げるとともに、地域金融機関に対する積極的な金融支援策を打ち出した。

中国経済は、11月の経済指標では、欧米経済の減速に伴い輸出・生産の増勢が鈍化しているほか、製造業PMIも33か月振りに50を下回るなど弱い面もみられるが、個人消費等内需を中心に増勢が続いており、全体として高めの成長を維持している。この間、消費者物価指数の前年比は+4.2%と、食料品価格の伸びの鈍化を反映して大幅に低下した。こうした中、中国人民銀行は、預金準備率を約3年振りに引き下げた。住宅価格は、昨年来の度重なる住宅価格抑制策の強化が奏功し、全国的に横這いないしは下落傾向にあり、特に10月以降は顕著となっているようである。しかしながら、早期の資金回収を図る開発業者が値下げした物件には、割安と捉えた顧客が殺到するとかで、先行きの住宅価格上昇への期待は依然として根強く、また、住宅に対する潜在需要も引き続き旺盛なようである。先行きについては、欧米経済の減速を背景とした輸出の増勢鈍化もあり、成長ペースは減速するものの、中央経済工作会議において、インフレ抑制重視から成長促進をより意識した経済政策運営にシフトする旨決定されており、内需を中心に8%を超える比較的高めの成長が維持されるものと思われる。

NIEs・ASEANは、欧州経済の減速やタイの洪水の影響もあり、

I T 関連の輸出や生産を中心に弱い動きとなっている。先行きについては、成長ペースが当面緩やかになることは避けられないが、その後は、旺盛な域内需要に支えられる形で、成長経路に復していくと思われる。また、欧州系金融機関による債権圧縮に伴う同地域へのマイナスの影響は、現段階では限定的なようだが、年明け以降本格化する可能性もあり、資金流出に伴う金融面からの下振れリスクには注意が必要である。

国内経済については、緩やかな回復が続いているが、そのペースは展望レポートでの想定対比、やや後ずれしているようである。7～9 月期の実質 GDP 成長率は +5.6% と、個人消費や輸出の増加を中心に、前期の -2.0% から伸び率を高めている。10 月以降の動きを示す指標では、個人消費は、消費者マインドの改善ペースに一服感はあるものの、ペントアップ・ディマンドなどもあり、小売販売動向、旅行取扱高、外食産業売上高等が前月比伸びを高めるなど、底堅く推移している。また、公共工事も下げ止まりの動きを示している。一方、輸出と生産については、10 月の実質輸出は、欧州やアジア諸国の経済の減速、タイの洪水や為替円高の影響もあって、前月比減少した。11 月上旬の輸出も、前月比 -7.2% と弱めの動きとなっている。こうした中、マイクロヒアリングに基づく鉱工業生産の見通しによれば、10～12 月は前期比やや弱め、1～3 月はタイの洪水の影響は解消するものの横這い程度であり、今般の短観の企業景況感も、大企業製造業を中心に改善ペースが足踏みしている。

先行きについては、当面は、海外経済減速の影響等から輸出が弱めの動きとなり、全体として盛り上がり欠ける動きとなる可能性が大きいようである。従って、本格的な回復は、第 3 次補正予算も含めた累計 15 兆円に上る震災関係経費の執行が本格化する来春以降となり、それまでには、輸出も新興国経済の持ち直しとともに、徐々に増勢を取り戻し、設備投資も回復してくると想定される。最大のリスクは、欧州債務危機の帰趨である。冒頭でも申し上げたが、サミットでの合意事項の実効性に関する疑念のほか、年明け以降の周縁国国債の大量償還の円滑なロール・オーバー、ユーロ圏諸国やユーロ圏内金融機関の格下げ等の信用不安、中東欧諸国へ

の危機の拡散等の懸念材料を背景に、市場では神経質な状態が続いている。最終的に、解決に向けては、ユーロ圏の財政運営のガバナンス、周縁国の抜本的な財政構造改革や中長期的な潜在成長率の引き上げが必要だが、民主的な手続きを踏みながらの問題解決には、長期化が避けられないようである。なお、目先の懸念として、市場が薄くなる年末年始を挟む向こう2～3週間の間、不測の事態が突発的に起きるリスクも完全には否定できず、市場動向には注意が怠れない。

最後に、物価についてであるが、11月の企業物価の3か月前比は、前月からマイナス幅を縮小した。また、10月の消費者物価は、前年比-0.1%となったが、当面はゼロ%近傍での推移が想定される。なお、イランの地政学的リスクが石油価格に与える影響については、目が離せない。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

我が国経済は、今回、短観にもみられたように、欧州経済減速等の影響を受けて、震災後の回復基調から足許は横這い圏内の動きとなっている。先行きも、当面この動きが続く中、復興需要等が下支えし、回復が腰折れすることはないとみているが、国際金融資本市場の緊張が高まった状態が続いており、例えば、欧州における来年初からの債券の大量償還時や格付け見直し時等に市場に急激な変動が生じることがないか、より注意深くみていく必要があると思っている。

まず、海外情勢である。国際金融資本市場では、主要6中銀協調によるドル資金供給オペの金利引き下げや、ECBによる期間3年の資金供給オペ導入等により、流動性危機への警戒感は幾分後退した。ただ、欧州をみると、金融機関の資金調達は依然厳しい状態が続いている。12月9日のEU首脳会議では、中長期的な財政規律面での対応で前進がみられる一方

で、足許の短期的なバックストップの構築には具体策の進展の面で不足感  
は否めず、対応の難しさが浮き彫りとなっている。こうした中、EU加盟  
諸国の格付け引き下げが示唆されるなど、債務不安国の国債利回りは再び  
上昇している。また、12月8日にEBAが公表したストレステストの結果  
では、欧州の銀行は、来年6月末までに1,147億ユーロの資本増強を図  
る必要がある、来年前半にかけて国内外でデレバレッジの動きが加速する  
可能性がある。こうしたもとで、欧州周縁国の企業向け貸出も減少傾向を  
辿り、貸出金利も上昇を続けている。

こうした金融面からの負の作用に加えて緊縮財政への取り組みもあり、  
実体経済に対する下押し圧力は相応の期間継続すると思われる。そうした  
もと、ユーロ圏の製造業PMIや消費者コンフィデンスは引き続き低水準  
で推移し、ハードデータでみても、生産・輸出に加え、設備投資の減速感  
も強まっている。2012年のEUの経済成長率は、欧州委員会に続き、E  
CBスタッフによる見通しも前年比+0.3%とさらに抑制的な水準に引き  
下げられ、当面かなり厳しい経済情勢が続くことが民間エコノミストを含  
め一致した見方となっている。欧州ソブリン問題の対応は一步ずつ前進し  
てはいるが、市場の信認を回復し、企業や家計のマインドを好転させるに  
は、なお時間を要するとみられ、引き続き強い注視が必要である。

米国経済については、先に述べられた皆様とあまり変わりはないので省  
略する。

次に、新興国・資源国経済だが、欧州経済の影響を受けて輸出・生産が  
減速している。とりわけ、輸出ウエイトの高いNIEs・ASEANでは、  
タイ洪水被害の影響等もあり、減速感が強まっている。中国でも、輸出減  
速に伴い、11月の製造業PMIが2年9か月振りに50を下回り、株価も  
軟調に推移するなどしている。ただ、これら新興国の内需は総じて堅調を  
維持しており、先行きインフレ率低下に伴う実質購買力の回復も消費を下  
支えしていくと考えられる。また、経済政策の軸足をインフレ抑制から成  
長に移す動きが広がりつつあり、こうした財政・金融政策のサポートに  
よって相応の成長を確保していくことが可能とみている。



このため、海外経済全体の見通しとしては、当面、「先進国を中心に減速した状態が続くとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で、再び成長率を高めていく」との展望レポートで示したメカニズムは、やや後ずれ気味とはいえ、基本的に維持されていると考えている。ただ、リスク要因として、欧州情勢が深刻化する場合には、さらなる輸出の減速や通貨安、資本の流出が、牽引役として期待される新興国経済を下押す可能性があり、より注意深く点検していく必要がある。

次に、国内経済は、堅実な個人消費や復興関連需要を映じた内需は比較的堅調を維持しているが、海外経済減速や円高の影響による輸出減速から、足許、横這い圏内の動きとなっている。先行きについては、復興需要が徐々に本格化していくにつれて、緩やかな回復経路に復していくとみている。これを需要項目別にみると、10月の輸出は、欧州経済減速やタイの洪水被害の影響等により、欧州・東アジア向けが前月比減少した。先行きも、短観では自動車など一部にやや明るい見方があるものの、欧州経済の影響等から、当面、輸出、そして生産は横這い圏内の推移となるのではないと思われる。一方、設備投資は、緩やかな増加傾向にあり、短観でもこれが確認された。機械受注が弱含んでいるなど、先行き、海外経済減速の影響には注意が必要だが、復興需要の顕在化もあって、基調としては徐々に増加していくものとみている。個人消費も、小売業販売額が増加基調にあるほか、旅行、外食サービスも震災前の水準を上回るなど、全体として緩やかな回復が続くとみている。この間、住宅投資、公共投資についても、復興需要の本格化によって徐々に増加していくことが期待できる。

先行きのリスク要因としては、欧州ソブリン問題の深刻化や円高に伴うマインドの悪化や輸出のさらなる減速、これに伴う企業の設備投資姿勢の慎重化、復興関連予算の執行の遅れ、さらには電力需給の不確実性といったことが下振れ圧力として作用していくことを十分に意識し、今後の推移を慎重に点検していく必要があると考えている。

最後に、物価である。国内企業物価は、既往の国際商品市況の下落などから、前年比プラス幅が縮小している。また、10月の消費者物価（除く

生鮮食品)は、たばこ税、傷害保険料の押し上げ寄与が剥落し、前年比プラスから-0.1%となった。短観の設備判断と雇用人員判断の加重平均DIは、緩やかな改善傾向にあり、先行きの需給ギャップの縮小を示唆していると思われる。これらを踏まえると、消費者物価(除く生鮮食品)は、国際商品市況の影響もあり、当面ゼロ%近傍で推移するが、トレンドとして、先行き緩やかに上昇していくものとみている。以上である。

白川議長

それでは、亀崎委員をお願いします。

亀崎委員

まず、国際金融情勢についてである。国際金融市場は、欧州ソブリン問題への警戒感が強い中、リスクオンとリスクオフの動きを頻繁に繰り返す神経質な状況が続いている。12月9日の欧州首脳会議を経てもなお、金融市場の安定確保に向けたバックストップの拡充につき、その資金規模と迅速性に不透明感が残っているほか、この間、主要格付機関がユーロ諸国の国債格付けの引き下げの可能性を示唆したことなどを受けて、市場の警戒感は薄まっていない。長期国債の利回りは、イタリアで高止まりしているほか、安全資産とみられていたドイツでも国債の入札軟調などを受けて利回りが上昇する局面がみられた。こうした状況下で、市場の関心は、主要格付機関による国債の格下げが実際に行われるか、域外からのIMFへの融資やESMの融資上限引き上げがどうなるか、年明け後に予定されているイタリアなどの大量の国債償還に伴う借り換えが順調に進むかなどに集まっており、引き続き欧州情勢からは目が離せない状況が続く。国際金融情勢が深刻化する中、实体经济への悪影響は先進国だけではなく新興国にも及び始めており、世界経済は減速している。国・地域別にみると、まず、欧州では、10~12月期の指標が発表され始めたが、周縁国ばかりでなく、コア国のドイツでも景気減速が鮮明になってきている。ユーロ圏の海外受注数量は、域内での需要見通しの悪化に加えて、域外経済の減速

から減少を続けているほか、ドイツの国内投資財受注も減速している。こうした中、欧州中央銀行は、12月8日、欧州の2012年の実質GDPの成長率見通しを+1.7%から+0.3%へと大幅下方修正しており、域内の金融市場の緊張の波及や海外経済の減速などから相当なダウンサイド・リスクがあると分析したうえで、政策金利を0.25%引き下げ1%とした。今後、ダウンサイド・リスクが顕在化し、欧州が世界経済の成長のアキレス腱とされないか非常に懸念される。

米国については、クリスマス商戦の堅調が伝えられるなど、個人消費は緩やかに増加している。ただ、家計のバランスシート問題が引き続き重石となる中、雇用・所得環境は緩やかな改善にとどまっている。こうした中、貯蓄率は7~9月の3.8%から10月は3.5%に低下しており、足許の個人消費の増加が貯蓄の取り崩しによって賄われている可能性がある。消費者コンフィデンスも、足許強めの動きとなっているが、総じてみれば低水準であることに変わりない。先行きについては、労働分配率の低さから好調な企業収益が雇用・所得環境の改善に繋がらないことや、給与税減税の延長が認められるかどうか定かでないことなどを踏まえると、個人消費の増加がこのまま一本調子で進むのは難しいのではないかと思われる。

次に、新興国だが、まず中国については、全体として高めの伸びを維持している。個人消費は、消費者物価の低下から実質所得が増加しており、堅調な伸びを維持している。ただし、欧州向けを中心に輸出が減少しているほか、生産もこのところ増加ペースが鈍化し、10月の製造業PMIは50を下回り、改善から悪化に転じた。固定資産投資は鉄道建設の縮小もあって前年比伸び率が縮小しているほか、貸出やマネーの前年比伸び率も低下し、消費者物価の前年比伸び率も9月の+6.6%から11月は+4.2%まで低下している。内訳をみても、食料品ばかりでなく、家賃などを中心に幅広い品目で物価の伸び率が低下してきており、経済の拡大ペースは緩やかになってきていると考えられる。こうした中、中央経済工作会議では、「積極的な財政政策と穏健な金融政策」を継続することを決め、12月5日には預金準備率を5か月振りに0.5%引き下げることとした。この先も、

中国当局は成長重視の方向に政策の舵を切っていくものと思われる。また、インドでは、10月の生産が-5.1%と大幅に低下している。これは、これまでの高めの物価上昇に対する既往の財政・金融の引締め政策の影響を受けたものとみられている。

NIEs・ASEANについては、このところ先進国経済の減速やタイの洪水の影響を受けて、IT関連財に加えて他の財でも輸出・生産が減少している。韓国・台湾の輸出受注PMIは低下傾向を続けているほか、両国のIT関連財の在庫投資比率も高止まっており、先行きも暫くの間はIT関連財を中心に輸出・生産両面で弱めの動きが続くと考えられる。

こうした中、新興国では、既往の物価上昇に伴う引締め政策から、より実体経済を重視した金融・財政政策のスタンスに移行していくものと思われる。実際、最近では10月、11月と2か月連続でインドネシアが、また11月にタイが政策金利を引き下げるなど、利上げを見送り、むしろ緩和に転じる動きが広がりつつある。当面、先進国の景気回復ペースが緩やかなものとなると見込まれるだけに、新興国の成長に対する期待は大きい訳だが、金融・財政政策を総動員しながら、どこまで新興国の内需が成長を下支えできるのか、不確実性は強い状況である。

続いて、日本の経済情勢である。個人消費は底堅く推移しているほか、住宅投資は持ち直し傾向にあり、公共投資も下げ止まっている一方で、輸出・生産面や、設備投資関連でやや弱めの数値が出ているので、その点について触れたいと思う。

先程お話しした世界経済の減速の影響は、日本の輸出面にも明確に現れている。10月の実質輸出については、前月比伸び率がマイナスに転化した。実質実効為替レートが円高方向に推移していることも、輸出の鈍化に何がしかの影響を与えているものと思われる。地域別にみると、米国は自動車関連を中心にプラスとなっているものの、ソブリン問題を抱える欧州や、洪水の被害が広がるタイのみならず、世界の各国・地域向けの輸出が減速しており、ソブリン問題を抱え、停滞色の強い欧州景気が貿易ルートを通じて間接的に日本の新興国向け輸出にも影響を与えていることが窺

われる。また財別にみると、自動車関連については在庫復元の動きがみられる一方で、情報関連財や資本財・部品の輸出が減少しており、テレビやパソコンなどに対する世界的な需要の低下の影響を相応に受けているものとみられる。こうした動きは、先程触れた韓国や台湾におけるIT関連財の受注や市況の動きとも整合的であり、当面は弱めに推移することが予想される。また、先程公表された11月の貿易統計によると、対前年同月比は金額、数量指数とも-4.5%で2か月連続の減少となっており、また、対前月比でも輸出は金額で-2.6%となっている。内容についてはこれから確認していきたいと思う。

また、設備投資については、7~9月のGDPベース実質設備投資の2次速報値がやや大きめに下方修正されたほか、10月の機械受注（民需、除く船舶・電力）が2か月連続で大幅に減少した。このように、設備投資は、足許では海外経済の減速や円高などを受けて若干弱めの動きとなっているものの、先行きについては、第1次から第3次まで合計で15兆円規模の補正予算執行に伴う復興需要に期待できるため、基調的には緩やかに増加していくとみている。

なお、こうした日本経済の現状の流れとは別に、テクニカルな要因で注意しなければならないのは、12月9日に発表された実質GDPの第2次速報値によって、過去に遡ってGDPの数値が改定されたことである。次回の決定会合では2013年度までのGDP成長率見通しの中間評価を行うことになるが、本年度についてはマイナスのゲタを履いた結果、マイナス成長となる可能性を含めて、相応の数字の改訂となることが予想される。

この間、物価情勢をみると、国際商品市況が総じてみれば横這い圏内で推移している中、輸入物価が、既往の商品市況の下落や円高を受けて下落を続けている。10月の全国CPI（除く生鮮食品）の前年比は-0.1%となり、9月の+0.2%からマイナスに転化した。これは、前年に値上げしたたばこや傷害保険料の裏が出たことが主因である。11月の全国CPIの前年比伸び率を占う意味で11月の東京CPIの動きをみると、一部スーパーでの値引きセールもあって、10月の-0.4%から11月は-0.5%

と、ほぼ前月並みの数値となっている。一方で、12月短観の加重平均D Iをみると、国内需給環境は幾分改善している。このように、全国C P I（除く生鮮食品）の前年比は、当面マイナスとなることを含めて、ゼロ%近傍での推移が暫く続くものと思われる。以上である。

白川議長

それでは、白井委員をお願いします。

白井委員

まず、11月会合時と比べ、世界経済は減速しており、先行きについても、国際金融市場の緊張が続く中で、不透明感が強く、我が国経済に対して引き続き大きな下振れリスクになっていると判断している。以下、世界、日本の順に私の意見を申し述べる。

最初に、最大懸念先のユーロ圏については、10月の小売売上高は増加したが、生産や域外輸出は減少しており、12月総合PMIも幾分改善しているが50を下回る弱い動きとなっている。ドイツについては、10月の小売売上高と生産は増加し、12月のI F O景況感のほか、サービス業PMIも50を上回る水準で改善しており、今のところ雇用増と実質賃金の上昇によって内需が予想以上に堅調である。ただし、この先は、財政引締め継続、金融機関・企業の資金調達環境の悪化、世界経済の減速が見込まれるので、ドイツを含め欧州経済全体としては成長が鈍化すると予想される。これに拍車をかけているのが、危機打開の糸口が見出せない欧州財政金融問題である。12月9日のEUサミットでは、英国を除く26か国を中心に、財政規律の強化とIMFを活用した金融支援強化で合意したが、喫緊の三つの課題、すなわち、①ギリシャの無秩序なデフォルトの回避、②イタリア・スペインなど大国の国債利回りの低下と経済成長の底上げによる持続可能な財政の実現、③金融機関によるデレバレッジを最小限にとどめながらの自己資本比率の改善、のいずれに対しても即効力のある内容ではなかった。

こうした中、ユーロ圏にとっての最大のヤマ場が、来年の上半期に訪れる可能性が高いとみている。上半期はイタリア、ギリシャ、ポルトガルなどの大規模な国債償還や金融機関の社債の大量償還が控えており、しかも金融機関は6月末までにコアTier 1自己資本比率を9%まで引き上げなければならない。一部の銀行は、来年上半期の社債の大量償還に備えて既に前倒し発行し、ECBも本日及び2月に3年物の無制限資金供給を実施するが、これだけでは十分対応できない可能性がある。この時期にギリシャやポルトガルの経済プログラムがオフトラックとなってEU・IMFの金融支援が中断・遅延したり、国債の格下げが相次げば、ユーロ圏経済が景気後退に陥るだけでなく、国際金融市場が極端に不安定化し、我が国にも、株価や一段の円高及び世界貿易量の減少といったルートを通じて、著しい影響を及ぼす恐れもある。特に、ユーロ圏の金融機関のデレバレッジが、ユーロ圏外のドル建て資産で既に発生している点には留意が必要である。ユーロ圏の銀行は、ドルの銀行間取引による調達額が運用額を大きく上回っており、ドル調達が困難な中、ドル建ての企業向け投融资額が縮小を続けている。また、受入れ国の国内信用残高に占めるユーロ圏金融機関のシェアが大きいのは、中東欧、ブラジルだが、米国、アジアでは、シンガポール、香港、韓国、フィリピンなどにおいても無視できない大きさである。中国の場合は、香港経由で欧州系金融機関による貿易金融や外貨建て銀行間与信が大きいようである。また、欧州からはアジアを含め世界への証券投資も大きいので、欧州問題が悪化すれば、国際的な資本の流れが逆回転する可能性は小さくない。このことから、デクシアのように大手金融機関の予期せぬ破綻などをきっかけに国際金融市場が大混乱するといったテール・リスクを含め、欧州の日々の動向に細心の注意を払っていきたいと思っている。

対照的に、米国経済については、景気後退懸念が11月会合時と比べ少し和らいでいる。第一に、第3四半期実質GDPの内容である。つまり、第3四半期の実質GDP成長率は、前期比年率で+2.5%から+2.0%へと下方修正されたが、主因が在庫投資の大幅下方改訂によるもので、第4四

半期に在庫積み増しの可能性がある点を踏まえると、必ずしもマイナス要因とは言えないとみている。重要な点は、個人消費、設備投資、輸出がいずれも比較的堅調さを維持している点である。第二に、より直近のデータが比較的しっかりしており、11月の新車販売台数や小売売上高は堅調である。また、足許の消費者センチメント指標は改善しており、企業のセンチメント指標についても下げ止まりか改善の兆しがみられる。とはいえ、懸念材料もあり、それは雇用情勢の改善が捗々しくないことである。確かに、民間部門雇用者数は増え続けており、失業率も11月には9.0%から8.6%へと改善した。しかし、失業率の改善は、仕事探しを諦めた労働者が増えて、労働参加率が低下したことが主因である。また、民間部門雇用者数も、内訳をみると、小売業で大きく改善している一方、住宅バブル崩壊の痛手が大きい建設業と緊縮財政による政府部門を中心に雇用減少が続いている。こうした状況もあってか、27週間以上も職無しの長期失業者が失業者全体の4割と過去最高になっているほか、平均失業期間も約41週間と過去最長になっている。住宅市場の低迷も気になる。雇用情勢や住宅市場が好転しない限り、消費の本格的な回復は暫く見込めない。家計の貯蓄率は、10月に3.5%と過去1~2年と比べて低水準にあるので、さらに貯蓄率を下げて消費拡大を継続する余地は少ないと思う。

新興諸国については、ブラジルで第3四半期成長が前期比横這いへ落ち込んだほか、洪水被害のあったタイ、中国、インド、NIEs、ASEANなども経済成長が鈍化し、多くの諸国が輸出減速、通貨安、株安に直面した。特に、欧米への輸出依存が大きいNIEsは、内需が小さいだけに世界経済減速が経済に及ぼす影響は大きいと思われる。こうした中、ブラジル、中国、タイ、インドネシアなどが金融緩和へ、さらにブラジルと中国では減税措置へと、インフレから成長へと政策の軸足を移している。新興諸国は、財政政策発動の余地が大きいこともあり、著しい景気後退は避けられるとみている。

もっとも、中国については、住宅市場の動向とその影響については注意が必要である。具体的には、10月、11月と全国70都市平均不動産価格が



前月比で下落に転じ、住宅販売面積と販売額は前年比で減少するなど、これまでの住宅価格抑制政策の効果がみられる。11月に発表されたIMFのF S A P調査では、不動産価格30%下落シナリオに基づくストレステストを行い、自己資本への影響は限定的と結論付けているが、中国当局では、住宅市場が冷え込み過ぎることへの警戒感も強いようである。この背景には、国内銀行に対する自己資本規制や預貸比率規制など一連の規制強化を迂回する形で、いわゆるシャドバンクが急拡大している点が指摘できる。ここでは、余剰資金を持つ企業やマイナスの実質金利を嫌う個人投資家が資金の出し手となり、その大半が不動産業者への貸出に回っていると言われている。この資金の流れの中で、国内銀行は手数料を取って販売または仲介するだけで、バランスシートを損なわない取引が中心だが、保証や証券化する場合も多いようである。不動産価格が大きく下落し不動産関連ローンが不良債権化すると、銀行だけでなく資金の出し手の企業あるいは個人投資家にも相応の影響があるとみられるので、今後の中国経済の下振れリスクとして、注視していきたいと考えている。

次に、我が国経済についてだが、7～9月のサプライチェーン修復に基づく景気回復が一巡してからは、海外減速や円高の影響などから、輸出・生産が横這いとどまり、企業の業況感も製造業中心に悪化するなど、経済回復の力強さが薄れつつある。すなわち、10月の鉱工業生産は自動車産業を中心に増加したものの、機械受注、実質輸出は減少しているし、12月短観でも大企業製造業の業況判断が9月時点の見通しより大きく悪化している。幸い、内需の底堅さを受けて、非製造業部門の持ち直しにより相殺されているので、総じてみれば企業の業況判断は9月調査時よりも改善している。労働市場については、有効求人倍率の改善、短観の雇用人員判断における過剰超幅の縮小傾向継続など、緩やかな改善傾向にある。消費も、商業販売額、百貨店・スーパー売上高、外食売上高、旅行取扱額など増加している。

先行きについては、第3次補正予算の執行に伴い復興需要が本格化すれば、幾分成長のペースは高まると予想される。12月短観によると、今年

度の設備投資は製造業を中心に前年比プラスを維持しているし、復興需要が雇用の改善に繋がれば消費も緩やかに増加していくので、内需は幾分強まるとみている。しかし、世界金融市場の高い緊張度、円高の定着、復興需要の出遅れ、電力供給問題のほか、世界各国が来年の経済見通しを相次いで下方修正している中で、海外経済減速を中心に我が国経済の景気下振れリスクが強いと意識している。そうした先行きに対する懸念は 12 月短観の業況判断見通しや様々な企業マインド指標の悪化にも表れている。

最後に、物価については、商品価格が急騰する状況にはないと考えているので、ゼロ%近傍が当面続くと思っている。

以上より、景気・物価情勢についての執行部の判断について異論はない。なお、今年度の成長率については国民経済計算の基準改定による下方改定とゲタの下方修正がなされた分だけ、展望レポートで示した見通しの下方修正が必要となるが、この点については、次回中間評価で具体的な検討・分析を行いたいと考えている。私からは以上である。

白川議長

それでは、山口副総裁お願いします。

山口副総裁

国内経済の現状と先行きに関する執行部の評価、それから 10 月の展望レポートにおける中心的な見通しとの比較、すなわち多少下振れている感じはなくはないが大筋想定どおりであるといった評価、いずれについても大きな違和感はない。そして、既に多くの方が大事なことはお話しになられたし、それからこの後の宮尾委員も多分一層大事なことをお話しになると思うので、私からは、格別議論申し上げるような点はないように思っている。ただ、年明け後、中間レビューを控えていることでもあり、念頭に置いておいた方が良くのではないかという点を予め幾つか整理しておきたいと思う。

八つ位あるかと思っている。一つは、欧州ソブリン問題の帰趨について

である。もとより、この1か月で——1か月というのは、来年の1月の中間レビューの時期までということであるが——解決の展望が拓けてくるとは到底考えられない訳である。依然、先行きの展開が見通せない状況が続くと考えておくべきであろう、ということが第一点である。

第二は、そうした欧州ソブリン問題を巡る国際金融資本市場の動きである。問題解決の展望が拓けないとすれば、市場は引き続き不安定な動きを示すことになるはずである。その際、市場がどの程度動揺するかは、関係国の財政面、金融面、実体経済面への影響を測るうえで極めて重要な要素になる。この点、年明け後本格化する周縁国国債のリファイナンスなどを巡る市場環境がどうなるかは、特に要注目だと思っている。

第三に、欧州系金融機関のデレバレッジの動きである。これがどの程度進行するかということである。既に欧州域外向けのエクスポージャーは削減され始めており、さらにその度合いが強められていくことになると、グローバルな影響は一段と拡大することになる。グローバルな信用収縮という事態にならないかどうか、注意を要する段階に近づきつつあるとみておくべきではないかという気もしている。

第四に、今まで述べたことと関連するが、欧州の景気がどの程度下押ししていくことになるかということである。現状、欧州景気は停滞色を強めている訳である。最近の企業や家計のセンチメントの後退、金融機関のデレバレッジ、財政緊縮の動きまで考え合わせると、景気下押しの程度はかなり大きなものになる可能性を否定できないように思う。このことがグローバルなリセッションの引き金にならないかどうか、こういった視点も持ちながらみていく必要があるのではないかという気がしている。

第五に、こうした欧州情勢との関係で、米国情勢をどうみるかということである。米国経済は、秋口までの悲観論を脱して、クリスマス商戦の出足の好調さや雇用情勢の若干の改善を眺めて、このところ楽観論に傾きつつあるように見える。このこと自体は、この2年余りずっと繰り返してきた楽観・悲観の流れである。しかしながら、家計のバランスシート調整を抱え、経済の基盤は所詮は脆弱だとみておいた方が良いでしょうと思う。

金融・実体経済両面で関係密接な欧州情勢の混迷は、米国経済にも相応に影を落とすものとみておくべきだろうと思っている。その限りでは、米国が今楽観論にあること自体は、所詮は早晚修正され、緩やかな回復パスへ着地するということになるはずではあるが、今回の欧州情勢の展開がそうした楽観論の微修正でとどまるのかどうか、米国経済により大きな下向きの力を加えることにならないのかどうか、この辺りにより注目していく必要があるかと思っている。それから、欧州情勢との関係では、MFグローバルの破綻はかなり示唆的であると認識している。

第六に、新興国経済である。このところ、新興国経済の間には、景気・物価両面でばらつきが広がっているように見える。これまでのように、新興国経済という形で一括りで語る事が難しくなっているように思っている。中国は、インフレ率が着実に低下し、景気のスローダウンもある程度確認できつつある。その意味では、あまり楽観してはいけませんが、ソフトランディングに向けて良い展開を示し始めているようにも見える。一方、インドでは、インフレの制御に非常に苦労している。ブラジルも、立て続けの金融緩和にもかかわらず、先行きの安定的な成長軌道への復帰は展望できていないように見える。こうした状況の中で、欧州系金融機関を中心に資金や資本の引き揚げを図る動きが広がる気配もみられている。先行き、新興国経済がリードする形の海外経済の回復を期待することができるのかどうか、こういった視点も持ちながら、海外経済全般を点検していく必要が強まっているように思っている。

第七は、景気と物価の関係である。今述べたような海外経済情勢のもとで、米欧をはじめとするコアインフレ率が依然として高めにある点は、留意が必要であると思っている。勿論、グローバルに景気が減速し、需給ギャップが広がれば、インフレ率を押し下げる方向に作用するはずではある。とはいえ、これまでのところそうした兆候は明確にはみえてきていない。この点は、欧米を含め、政策運営の難度を高める要素として意識しておくべき点ではないかと認識している。

第八、これが最後になるが、国内経済についてである。海外経済の先行

きをどうみるかが最大のポイントであることは言うまでもない。ただ、このところの内需の底堅さについては注目しておく必要があると思う。震災後のペントアップ需要によって嵩上げされている面もあるだろうし、過大評価は禁物だと思っているが、円高のプラス面が、サービスを含めての消費面、それから内需関連の企業収益面に対し、従来以上に強く波及していく可能性があることには、注目しておくべきではないかと思っている。

色々述べた。これらの全てをこの先の1か月で見極めることはもとより困難だと思っているが、必要な姿勢として敢えて申し上げた次第である。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

私からは、前回11月会合以降の変化点を中心に、若干重複になるが、地域ごとにポイントを絞って申し上げる。まず、欧州経済である。景気の停滞が鮮明化し、当面この停滞状況が続くのではないかとみている。ハードデータで確認する限り、生産、輸出、設備投資、消費、雇用、いずれの面においても弱い動きが目立っている。この間の政策対応であるが、6か国中銀におけるドル供給オペ、ECBによる利下げ及び流動性支援の強化、それからEU首脳会議における財政規律強化へ向けた合意といった形で、様々な施策が着実に打たれてきた。ここで重要なのは、欧州金融機関による深刻な信用収縮、デレバレッジを何としても避けるということであって、そういった観点からも、ECBによる3年間の無制限の資金供給オペ、あるいは担保要件の緩和といった措置は、流動性不安、資金調達不安を解消するものとして、効果を発揮するものと期待される。しかし、こうした強力な流動性対策が打ち出されたにもかかわらず、また、国債のマーケットも今月に入り総じて落ち着きを取り戻している——勿論、イタリアは若干

高止まっているが——にもかかわらず、欧州金融セクターでは、ターム物の資金の確保がまだ難しく、カウンターパーティ・リスクが引き続き強く意識されている点が、私自身非常に気掛かりとなっている。この点は、ドル調達コストの高止まりや、EURIBOR-OISスプレッドといった指標などに窺われているが、実際どの程度欧州金融機関の信用逼迫が深刻なのか、実は流動性不安だけではなく、ソルベンシーに対する懸念も高まっているのではないかといった不安が、一層強まっているように感じられている。この点は、一連の対策が講じられた後で、まだこういう懸念が残っているということがより気になっているところであって、実際、本日3年物資金供給オペが実施される予定で、かなりの額の応札が見込まれていると予想されているが、実際のオペの実施によって、狙いどおり欧州金融セクターの信用逼迫の不安が緩和されるのかどうか、この点注視していきたいと思う。

アジア新興国についてだが、生産・輸出は足許減少しているが、一方で旺盛な内需を背景に、全体として景気は高めの成長を維持していくということで良いかと思う。中国、ASEAN諸国ともに欧米向けの輸出や生産が減少しているが、内需は引き続き旺盛である。NIEs諸国やインドなど気になる動きもあるが、アジア新興国全体としてみれば、高めの成長を維持していくとみている。

次に、米国経済である。前回決定会合以降、良い経済指標が目立っているが、基調的な景気回復のペースは引き続き極く緩やかなものとする、といった全体の評価をしている。ハードデータでは、生産、輸出、設備投資、個人消費、雇用、いずれの面においても明るい指標が出てきている。特に雇用・所得面の改善がポジティブな動きと私自身はみていて、好調な企業部門から家計部門へ波及するメカニズムといった点では、未だ途切れていないということが窺われる。昨晚発表された住宅着工件数の結果も、水準はまだ低いとはいえ、改善傾向を示す良い数字であったと思う。その一方で、家計のバランスシート調整や財政緊縮からくる重石は続くことから、現在の動きは、極く緩やかな回復基調の中の循環的な強さではないか

と推察している。

続いて、我が国経済である。海外経済の減速や円高の影響などから、景気回復の動きは足踏みの状況にあり、一時的な踊り場の局面に差しかかっているという全体観を持っている。ハードデータで確認する限り、国内需要については、公共投資、雇用・所得環境、個人消費、住宅投資など、いずれも総じて堅調に推移している。一方で、設備投資については、法人企業統計、及びGDPベースの実質設備投資、そして先行指標とされる機械受注などで、軟調な動きとなった。また、生産・輸出に関しても、海外経済の減速、円高に加えて、タイ洪水の影響などから、増加傾向が一服している。

こうした現状を踏まえて、先行きの我が国経済であるが、当面横這いで推移した後は、海外経済の復調や復興関連需要の顕在化などから、緩やかな回復経路に復していくということに変わりはないとみている。ただし、その当面の横這いの動きというものがどれだけ続くのかという点については、海外経済の影響を強く受ける生産・輸出の動向、及び国内設備投資動向などに依存していると思われるので、それらの見極めが大切だと考えている。この点、生産・輸出の先行きについてももう少し申し上げると、マイクロヒアリングの情報等に基づくと、10～12月期では実勢ベースで小幅減少し、1～3月期にはほぼ横這いになるとみている。輸出についても、同じく横這いの動きを想定している。もっとも、リスクシナリオとしては、年明け以降に仮に欧州問題が一段と深刻化するといった場合には、直接・間接の影響を通じて、横這いの動きがさらに長期化する、あるいはそこからさらに落ち込む可能性もあり、注意が必要である。また、国内設備投資の今年度の計画については、12月短観で、全体でみて前年比若干の増加となるという見通しが示されている。ただし、その年度計画が本当に実現するのかどうかといった点については、欧州危機の一層の深刻化、あるいは円高の継続、あるいは株価の低迷といったリスク要因がどれだけ深刻に顕現化するかというところに依存してくるかと思う。このような可能性を念頭に置きながら、国内設備投資が先送り、あるいは撤回されることがな

いかどうか、慎重に点検する必要があると考えている。

最後に、物価動向だが、10月のCPI前年比は-0.1%となり、先行きはマイナス圏も含めて当面ゼロ%近傍で推移するとみている。以上である。

白川議長

前回会合以降、臨時会合はあったが、取り敢えず前回会合という場合には11月の定例会合ということでお話ししたいと思う。前回会合までは、我々自身、景気について持ち直しのペースは緩やかになっているという判断をしていた訳であるが、本日皆さんの話をお伺いすると、私自身もそうであるが、持ち直しの動きが一服しているということで判断は一致していたと思う。当面も、横這い圏内の動きという判断であったと受け止めた。このようになってきた背景は——想定してきた姿ではあるが——、何と云っても輸出・生産が、様々な要因すなわち欧州ソブリン問題、円高、タイの洪水、半導体関連の需要減少等が重なって、横這い圏内の動きになっていることを反映していると思う。欧州のソブリン問題については、これまでも影響してきている訳であるが、直接・間接の貿易ルートを通じて日本経済に影響を与えてきていると思う。一方、内需については、意外に底堅いということである。当面は、外需に規定される輸出・生産の動きと、内需の意外な底堅さとのバランスで、経済は展開していくのだろうが、当面については横這い圏内ということだったと思う。展望レポートとの関係では、GDP成長率という点で見ると、基準改定の関係でこれは確実に下振れることになってくるが、計数的なことを離れて経済のメカニズムからすると、本日の皆さんの話は、メカニズム自体は維持されている、つまり、最終的には新興国経済に牽引される形で世界経済が回復をしていき、その結果、日本経済も緩やかに回復軌道に戻っていくということだったと思う。ただ、メカニズムは維持されているという判断ではあるが、全体にその時期が少し後ずれしているのではないかと、全員が言及された訳ではないが、1~3月の数字も上向くというよりは横這いイメージであったように受け止めた。いずれにせよ、1月の中間評価では、先々の景気の姿についてき



ちり点検をしていく必要があると思っている。以上が私なりに受け止めた本日の会合の、特に景気の関係の判断である。物価については、前回の判断と変わっていないということであった。

私から幾つかのポイントを申し上げてみたいと思う。何と言っても、日本経済の姿を規定するのは海外経済であるが、欧州経済については停滞色がはっきりしてきた。周縁国だけではなく、コア国についても停滞色がはっきり出てきている。ただし、先程、西村副総裁からも発言があったが、そうは言っても、ドイツとそれ以外の国との間に差はあると思う。しかし、そのドイツも含めて停滞色が出てきたということは、変化だろうと思う。何と言っても、マインドの悪化、緊縮財政、貸出態度の厳格化によって、欧州域内の経済に下押し圧力がかかってきている。域外についても、日本を含めて、貿易を通じて直接・間接の効果を他の地域に及ぼしていると思う。デレバレッジを通じた新興国への影響について、マクロのデータをみたり、あるいは国際会議での色々な当事者の発言などを聞いていると、断定的にものを言うのはなかなか難しいという感じがしている。欧州の金融機関がデレバレッジをしていくこと自体は確かであるが、それをどの程度他の地域の金融機関が埋めていくのかである。少なくとも、新興国の当事者の言い方を聞いてみると、今のところ、欧州金融機関のデレバレッジを通じる影響が大きいと、当事者が言っている訳ではない。しかし、先行き、これが新興国に影響を与えるルートは確実に存在しているので、注意してみていく必要があると思っている。

また、米国経済については、多くの方が、意外に底堅いが、これをどう評価するのかということであった。これまでも楽観・悲観が繰り返されてきたので、あまり過大評価することは適当ではないだろうということである。事実としては、そういうことが今起きている。ただ、基本的には、バランスシートの調整がまだ終わっていない中で、本格回復はなかなか難しいのではないかというのが、どちらかというところの会議のムードであったかと思う。

それから、新興国経済についてであるが、これも、先程、山口副総裁か

ら話があったとおり、なかなか新興国経済を一括して議論することは難しくなっているという感じがする。そういう意味で、先行きの新興国経済をみていくうえでのポイントを申し上げたい。三つある。一つ目は、多くの新興国が成長のポテンシャルは高いということである。旺盛な内需をどのようにコントロールしていくかというタイプの経済であるので、成長のポテンシャルは高いということが第一点。二つ目は、金融緩和による下支えにどの程度期待できるかということである。これはどの程度インフレなり、あるいはバブルを収束できるのかということであり、そういう能力がある国については金融緩和による下支えを期待できるということである。三つ目が、先程も触れた欧州ソブリン危機の影響である。国によってそうした要素の濃淡の現れ方が違ってくるので、国ごとに丹念にみていく必要があると思っている。

それから、欧州の問題にもう一回戻りたいのだが、市場の反応にも出ているように、それから本日のご発言にもあったが、欧州問題について、なかなか解決の道筋がみえていない。ただ、欧州問題が解決をするということは、具体的には何を意味しているのかを考えてみると、元々、欧州のソブリン問題の本質は、ユーロ圏の中で少なからぬ国が対外不均衡を積み上げているということであり、その背後には二つないし三つの要素があると思う。一つ目は、ユーロという単一通貨のもとで、実力以上に安いコストで資金調達をし、負債が積み上がったということ、二つ目は、そうしたもとで、賃金、物価が上がって対外競争力が低下をしたということ、三つ目は、そうした不均衡を調整するメカニズムがきっちりとビルトインされていないということだと思う。この問題の根深さを考えると、欧州問題が解決する状況が短期間でくるというのは、現実的には考えにくいと思う。それがある意味で常態であると思うので、こういう状況が暫くは続くということである。そういう標準シナリオ対比、本当に金融危機が起こるといのがリスクシナリオであるが、暫くはこういう状況が続くと、自分自身は考えている。

それから、先程触れた内需の健闘であるが、この十数年間の日本の経済

を考えてみると、基本的には海外経済の動きに規定されてきた経済だったと思う。海外経済が良くなれば日本経済も良くなるし、悪くなれば悪くなるということで、日本経済独自の要因が働いていたのは、バブルの調整がまだ終わっていない頃——過剰債務の調整が終わっていない頃——まで、その頃までは日本国内の要因がずいぶん働いていたと思うが、その後は基本的には外需に規定される日本経済であったように思う。そういうことを考えてみると、あまりデータを深く読み過ぎることは危険だと思うし、最終的には勿論全てはカップリングしていると思うが、取り敢えずはこの内需の健闘をどう理解するのかについては、引き続き注意してみたいと思っている。昨日の前田調査統計局長の説明にもあったように、震災からの広い意味での復興関連需要、それから仮説として考えられる円高のメリット、あるいは個人消費については高齢化関連商品の掘り起こしなど、色々なことが考えられるが、いずれにせよ、この内需が今のところ意外に健闘していることについても、今後考えていきたいと思っている。取り敢えず、以上である。

追加的に論点なり、あるいは意見交換をしてみたいことがあればご遠慮なくおっしゃって頂きたい。

#### 白井委員

欧州の問題で、ユニット・レーバー・コストの動きをみていると、かつては——今回の危機が起こる前は——、ドイツがユニット・レーバー・コストの伸びがマイナスになったりして非常に競争力がある一方で、南部のクラブメッドの方が非常に高かった。それが下がったということだが、最近のドイツは少なくともユニット・レーバー・コストをみると、かなり平均並みになってきているようである。それが良いか悪いか、競争力を下げるといふ面はあるが、その背景をみても、賃金の伸びが高い。生産性も伸びているが、それ以上に賃金の伸びが高くて、先程も申し上げたが、インフレよりも高いので実質賃金が上がっているという状況である。従って、競争力が落ちる面はあるかもしれないが、欧州全体の中で非常に近く

なってきたというところと、賃金の伸びのところを評価したいと思う。先程、山口副総裁だったか、コアCPIの話がされていたかと思うが、そこをどう考えるかだが、コアCPIが高いという点はそれなりに懸念もあると思う。いずれインフレ期待が上昇するところに繋がっていけば懸念があるだろうし、金融政策との整合性の問題もあるかもしれない。なぜコアCPIが伸びているのかを考えると、やはりドイツ、フランスの賃金の伸びが結構高いということである。やはり競争力の問題はあるが、一方で賃金の伸びだとすると、内需を拡大する面もあるので、そこはどう評価すれば良いのか。

#### 山口副総裁

私も明確な答えが必ずしもある訳ではないが、インフレ率が粘着的になっているかもしれないし、期待インフレ率自体もその影響を受けているかもしれない。ここまで欧州情勢が厳しくなっている中で、インフレ率の高止まりがどうして続くのかである。普通に考えれば、インフレ率がもう少し低下し、そうした中で、政策の発動余地が生まれてくるのが自然であるが、それがそうならない。景気と物価の間にある種のコンフリクトが生じているのだとすると、政策運営的には難しさをもたらす要素になる。その点をどう考えていくのか、という問題提起をしたつもりである。これは西村副総裁が予てからおっしゃっていたことであるし、宮尾委員もそういう問題意識を持っておられたのではないかと思う。

#### 西村副総裁

今日のもう一つの話として、欧州の中でのばらつきがある。要するに、ドイツが上がっているが、それよりさらにもっと他の国のところが上がってきている。一つ注意してみなければいけないのは、リーマン・ショックの時は今と逆で皆同じようにドーンと下がった訳だが、そのリーマン・ショックの時と今とではどう違うのかという点である。リーマン・ショックのように同時に皆が直ぐ分かるような大きな下向きの変動が起きれば

また下がると思うが、そうでない場合には、ばらつきが——ばらつきというのは、インフレにはプラス方向に働くので、プラス方向のものが——持続すると考えた方が自然だったと思う。ただ、マーケットの人はあまりそこを考えていない。皆下がると思っている。一番分かりやすいのは、アダム・ポーゼンが「来年落ちてこなければ私は帽子を食べる」と言っていた。

#### 亀崎委員

欧州の中のばらつきについて、確かにドイツのIFOは2か月連続で上昇しているが、本当にこれで欧州全体を救えるかということ、かなり疑問である。9月の段階では、ほとんどの見方が、周縁国は悪いがコア国は堅調というものであった。ところが、直近の見通しでは、民間のほとんどが欧州全体をマイナスにみている。ドイツはプラスとかマイナスとか一部あるが、ドイツが欧州経済全体を支えるほどまでかということ、それは非常に難しいと思う。

#### 西村副総裁

このばらつきの話をしたのは、ドイツがどれだけインセンティブを持つか、つまり欧州の問題に対して、ドイツが最終的にある意味決意を付けるか、それはドイツ国民がみえないといけない。みえるためには、ドイツの経済も相当悪くならなければいけないというコンテキストで申し上げた。他の国は、どちらかと言うと、何だかんだと言いながら、やはり公的な支援で嵩上げしている部分があるので、これは多分長く続かないと思う。そうすると、今おっしゃったようなことになると思う。スペインも財政緊縮によって経済成長が伸びるなどと言っているが、それが本当かどうかは、これから試練に立つのだと思う。

#### 亀崎委員

このような経済状態が続いて、非常に不安定で不透明な中で、例えば、ギリシャとアイルランドは預金がどんどん引き出されて、緩やかだったの

がこの10月位から急に下がってきている。ユーロは一つなので、ギリシャ、アイルランドだけでなく、何か起きたら、これはイタリアやフランスなど他にも波及するだろう。

西村副総裁

一番怖いのは、決済システムに大きな問題が出てくることである。預金の流出などそういう形になってきて、このシステムが持続可能でないと皆が思ってしまうと、これは大変なことになる。

亀崎委員

システムそのものであるな。

西村副総裁

システムそのものである。リーマン・ショックの時は、それに近いようなことが実際起きたのだと、私は思っている。

宮尾委員

私も、金融機関の予期せぬ破綻というか、ソルベントではあるかもしれないが、銀行取り付けのような動きが波及するというのが、テール・リスクとして非常に気になっている。特に、先程申し上げたように、欧州金融機関の中でのカウンターパーティ・リスクがまだ全然収まらないのがずっと気になっている。白川議長がおっしゃったように、常態としてなかなか解決しないのだが、何かのきっかけでよりショックが大きく波及していく、そのリスクが何となく嫌な感じで高まっている。それを抑えようと、今、必死にECB等が対策を講じていて、今日の資金供給の結果を待ちたいのだが、そこは本当に上手く収まってくれればと思っている。

白川議長

現在の状況であると、ソルベンシーとリクイディティの問題は区別でき

ない。ソブリンの問題が中心になってくると、その区別自体が、古典的な不良債権問題と比べると難しいと思う。先日のEUサミット後のマーケットの反応をみていると、マーケットは、金融的な資源——彼等の言葉で言うファイアパワーと言っているが——の投入が少ない、特に欧州中央銀行による国債の買入れがない、ということを言っている。そういう議論を聞くにつけ、私自身はその議論の危うさを感じる。ある国の財政のバランスを維持するには、論理的に考えると三つしかない。一つ目は、増税あるいは歳出減の取り組みを通じて財政バランス自体を改善していくことである。二つ目は、これはデフォルトで、国債を持っている人が負担する。三つ目は、予想されないような急激なインフレが起こることによって、通貨の保有者あるいは既存国債の保有者が負担する。この三つしかない。勿論、一番良いのは最初のオプションであるが、その最初のオプションの取り組みがなされない場合に何が起こるかという、デフォルトが起こると金融システムががたがたになるし、デフォルトを防ごうとすると、今度はインフレということになる。欧州中央銀行に対する色々なプレッシャーが、最初のオプションつまり財政バランスを改善していくことについてのコミットメントがない中で、欧州中央銀行による国債の買入れを求めるものであれば、インプリシットにはインフレを意味している。そのこと自体、今金融機関が国債を持っていることを考えると、最後には金融システムの問題にも跳ね返ってくる。従って、マーケットが失望したとか、そのマーケットがという言い方のある種の議論の軽さというのを凄く感じる。この問題は、今は欧州の問題だが、最終的には他の国にも勿論当てはまってくる。この財政の問題も含めてである。そういう意味で、今の議論の仕方について、非常に危うさを感じている。

#### 白井委員

外国のメディアの報道で、ある米国の研究者の論文が載っていたが、ユーロ圏 17 か国の国債のクレジット・リスクについて、どういう要因で動いているかをみると、意外に共通要因が多い。あるところで問題になる

と、他のところに波及するという共通要因である。それと、米国の州のミニシパル・ボンドでみたところ、米国の方が統合されているのに意外と共通要因の影響が少なかったということである。普通のインテュイションとは違うが、その背景が何かというと、一つは中央政府——ワシントン——があることと、1州が破綻してもドル同盟が崩壊する訳ではないという違いではないか、というのがあった。それからすると、却って欧州の方が難しいと思う。

白川議長

他に意見はないか。ないようであれば、今 10 時 51 分なので 11 時に再開したいと思う。

(10 時 51 分中断、10 時 59 分再開)

## V. 当面の金融政策運営等に関する討議

白川議長

それでは、議論を再開する。このラウンドでは、次回決定会合までの金融政策運営方針等について、お一人 5 分ずつ発言して頂き、その後自由討議としたいと思う。発言の順番は先程と同じである。それでは、西村副総裁お願いします。

西村副総裁

まず、金融環境であるが、欧州金融市場の不安定な動きにもかかわらず、我が国金融環境は安定的な状況が続いている。短期金融市場では、日本銀行が潤沢な資金供給を行うもとで、強い資金余剰感が続いており、金利は長めのゾーンを含め低位で推移している。長期金利は、ドイツ国債入札の大幅札割れを契機として、一旦 1.0% 台後半まで上昇したが、地銀等の押し目買いもあって、足許は 1% 割れの水準に低下している。株価は、欧州ソブリン問題への警戒感が強い中で幾分下落基調である。企業金融をみる



と、貸出金利は緩やかな低下傾向にあり、調達環境は総じて緩和の動きが続いている。企業からみた金融機関の貸出態度について、12月短観では、大企業は横這いとなる一方、中小企業は幾分改善しており、全体としては改善傾向が続いている。社債市場では、業績悪化懸念から格下げがなされた銘柄などでは幾分スプレッドが拡大しているが、一部の電力債や欧州系金融銘柄のサムライ債を除けば、発行・流通市場とも総体としては良好な地合いが保たれている。ただ、足許、BBB格で投資家の慎重姿勢が目立ってきているという点には注意したいと思う。また、CPについてもリスク・プレミアムが低位で安定しており、社債とともに残高は前年水準を上回っている。

以上からみて、金融経済月報の表現に違和感はない。前月と同様に、我が国の金融環境は緩和の動きが続いていると判断している。第一ラウンドで述べたように、欧州ソブリン問題、国際金融市場での緊張は高いままであり、日本を含めた世界的な不安心理が高まった状態が続いている。日本経済の足許も、減速は避けられず、横這い状態が暫く続くと考えられ、実体経済の見通しは、前回展望レポートの見通し下限ぎりぎりとして評価している。物価見通しも、心持ち下振れて推移しているように思える。さらに、幾つかの先行指標には弱いものがみられるうえ、欧州情勢、米国経済、新興国経済ともに、不確実性はいつになく高い状態が続いている。前回会合では、リスクはじりじりと増大しているようにもみえ、その大きさが予想を超えてくる可能性も否定できないと述べたが、前回会合以降、リスクは特段さらに増加したとは言えないが、減少したとも言いがたい状況である。それが、デフレ傾向からの脱却を阻害し、さらに後ずれさせる方向に影響するかもしれないということには、注意が必要だと思う。ただ、足許の情勢は流動的であることを考えれば、欧州ソブリン問題、国際金融市場の動向、家計・企業マインドの変化等を慎重に吟味する必要があると思っている。従って、次回までの金融政策は、現在の包括緩和政策、つまり実質上のゼロ金利、時間軸、資産買入基金の規模と構成とも現状維持とするのが適当であり、金融市場調節方針も現状維持が望ましいと考えている。

最後に、10月27日の資産買入基金増額の暫定的な評価について述べたいと思う。結果的に、この間、特に2年から5年の国債金利を低下させて、加えて市場参加者のリスク回避姿勢を和らげるなど、一定の効果を上げたと考えている。これに対し、TIBORをみると変化していないが、この間、欧州の政府債務問題から国際金融市場に緊張が高まったことを考えれば、上昇を抑えるという相応の効果があつたものとも言えると思う。同様に、株価やREITもこの間下落はしたものの、市場が過度な悲観に陥って下落したとは考えられていない。国債買入れの増額と相俟って、ETFやJ-REITの買入れを続けているということが、一定の安心感をもたらしてきたとの声が市場参加者から聞かれていることを考えれば、ポジティブな効果を発揮したと考えている。基本として、政策の効果を測る時は、その政策がなかったらどうなっていたかということと、政策を行った現実の結果とを比較しなければいけない。単に後と先の比較では、ミスリーディングになる惧れがある。特に今回は、欧州ソブリン問題の深刻化という変化が同時に起こっているので、なおさらである。従って、できれば定量的に、政策変更がなかりせばどうだったかというカウンターファクチュアルな思考実験をして、モデルを考えて、効果を計算できればそれが望ましいので——無理筋ではないと思うので——、執行部においてはそのような努力をお願いしたいと思う。ただ、暫定評価としては、金融市場には効果があつたと考えている。实体经济への効果としては、今回は伝統的な金利に働きかける金融政策の延長線にある政策なので、金融政策の可変で長いラグの議論が当てはまると思う。それを考えれば、その効果を見極めるのにはまだ尚早であると考えている。これに関しても、定量的に測る努力を執行部にはお願いしたいと思う。以上である。

白川議長

それでは、石田委員お願いします。

石田委員

国内の金融については、国際金融資本市場の緊張が続くもとで、緩和の動きが続いているとみている。12月短観では、企業の資金繰り状況に悪化の動きはみられておらず、全般的に資金余剰感の強い状況が続いている。短期金融市場では、コールレートが極めて低い水準で安定して推移しているし、長期金利についても、一旦1%台に乗せたものの、足許では再び1%割れの水準まで低下している。クレジット市場では、収益悪化懸念から格下げ等がされた銘柄などでは、社債流通スプレッドが幾分拡大しているが、総じてみれば、社債やCPのリスク・プレミアムは低位で推移している。一方、為替相場は、現在78円近傍で推移しているが、今後、ECBの金利引き下げ余地もあり、ユーロ安に起因する円高圧力が再び強まる懸念もある。また、株式市場は、11月24日にTOPIXで706ポイントを付け、リーマン・ショック後の最安値——2009年3月12日の700ポイント——近傍まで下落した状況にある。こうした中、欧州を中心に、当面、海外経済は不確実性の大きな状況が続くので、現在の極めて緩和的な金融政策を粘り強く続けていくことが望ましいと考える。

なお、先月末の臨時会合以降の米ドル資金供給オペについては、3か月物オペの落札額をみると、我が国では47億ドル強、欧州では500億ドル強と、各々前回分より大きく増加した。また、昨日の本行の2週間物オペは90億ドルに増加している。入札行の数、落札金額が増加するに従い、スティグマ問題は徐々に解消されていくものとみられる。一方、先物市場を通じた取引は、裁定取引を積極的に行うプレイヤーが減ってきており、流動性が低下してきていると思われるので、米ドル資金供給オペというバックストップができて、スワップ調達レートは下がりにくい状況だと思ふ。世界的に金融市場の円滑なオペレーションにブレーキがかかっている状況のもと、我が国金融市場の円滑な状況を保つことは大変重要なことだと考える。

最後に、次回会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す」とい

う現在の方針を維持することが適当であると考えている。その他の金融政策についても、現状維持で結構だと考える。私からは以上である。

白川議長

それでは、中村委員をお願いします。

中村委員

国内金融市場は、本行の潤沢な資金供給のもと、超緩和的な金融環境が続いており、長めのターム物金利は低位横這いの動きとなっているほか、短国レートも低水準で推移するなど、落ち着いた状況が続いている。

企業の資金調達環境については、本行による強力な金融緩和措置もあって、緩和的な状況が続いている。C P発行レートは、低水準横這いとなっているほか、社債市場も、個別銘柄要因を除けば、投資家の底堅い投資意欲に支えられ、堅調に推移している。また、銀行貸出も、運転資金需要やM&A関連需要の増加などを背景に、先月に引き続き前年を上回った。こうした動きは、中小企業についても緩和的な資金調達環境が続いていることが、今般の短観でも確認できた。

もっとも、前段でも述べたとおり、欧州債務問題の帰趨は予断を許さない状況が続いている。欧州金融市場が一段と不安定化したり、あるいは何らかのイベントがきっかけとなってテール・リスクが顕現化すると、これまで安定を保ってきた我が国の金融環境が、非連続的に海外市場の動揺に巻き込まれる可能性も否定できない。また、これまで以上に円がドルとともに逃避先として選好され、主要通貨に対して為替円高が進行する可能性にも注意が必要である。

長期金利の動きについて、若干コメントしたい。10年国債の利回りについては、11月入り後1%を下回る水準で推移し、高値警戒感が台頭していたところ、11月23日のドイツ国債の入札が大幅に札割れとなったことをきっかけに、海外勢の先物売りにつられる格好で、1週間程度の間10bp近く上昇した。もっとも、本行による潤沢な流動性供給が続いてい

るほか、割安感の台頭に伴う押し目買いもあり、足許では1%近傍での落ち着いた動きとなっている。この間、欧州債務危機を背景に、市場の一部では、先行きの我が国国債の需給悪化や保有リスクが意識され始めているとも言われており、長期金利の動きとその背景について、引き続き注意深く分析していく必要がある。我が国の財政状況は、世間で言われている我が国の特殊要因を斟酌したとしても、主要国の中で最も厳しい状況にあることに変わりない。これまでは、国債利回りは極めて低水準で安定しており、国債の市場消化も円滑であり、国債の利払い総額も抑制されてきた。このように、市場の信頼が維持できている間に、これまで先送りしてきた財政再建の道筋を付けなければ、いずれかの時点で国民は極めて高い代償を払わなければならない、現内閣の取り組みに期待したいと思う。

米ドル・スワップ協定の協調対応に関してであるが、11月の6中銀による米ドル・スワップ協定の協調対応策については、適用金利の引き下げ等を通じて、スティグマに対する潜在的な利用金融機関の懸念を和らげ、欧州金融市場を中心に逼迫している米ドル資金調達環境の緩和を意図したものである。ユーロ投ドル調達コストは、当該対応策導入後、ECBへの同オペに対する旺盛な応札を反映して低下したが、水準的には引き続き高めであるほか、米ドルLIBORもじり高基調が続くなど、市場の緊張度の緩和は未だ限定的となっている。

一方、日系金融機関によるドル調達環境は、年内の所要額の手当てが既に終了していることもあり、落ち着いた状態が続いている。当該対応策導入後、我が国では、予備的なドル手許資金積み増しを中心に応札がみられたようだが、欧州系金融機関に対する信用リスク懸念の邦銀への波及はみられないようである。ただし、年明け以降は、邦銀も年度末越えドル調達の手当てに動き始められると思われるので、邦銀のドル調達のアベイラビリティの変化については注意が必要である。

被災地の金融機関を支援するための資金供給オペについてであるが、10月に受付期間を延長した当該オペについては、累積で4,943億円の貸付が実施された。歳出総額12兆円の第3次補正予算も国会で可決され、本格

的な復興事業が着手される段階となりつつある。本格的な復興・復旧資金のニーズに対して、制度金融や民間金融機関による円滑な資金供給が対応可能なのかなど状況の検証を行い、必要とあれば本行独自の対応も検討しなければならない。

最後に、金融市場調節方針についてであるが、物価安定のもとでの持続的な成長経路に復帰することを積極的に支えるため、本年 8 月並びに 10 月に追加した金融緩和措置のもとで、金融資産の買入れ等を着実に実行するとともに、次回会合までの金融市場調節方針は現状維持とし、極めて緩和的な金融環境を維持していくことが適当だと思う。私からは以上である。

白川議長

それでは、森本委員お願いします。

森本委員

国際金融資本市場は、前段で議論したように、緊張の高い状態が続いている。こうした中での我が国の金融環境であるが、本行が強力な金融緩和を推進するもとの、緩和的な状態が続いている。欧州の国債格付け動向など、国際金融資本市場に与えるインパクトには十分な注意が必要だが、現段階では、債務危機の金融チャネルを通じた我が国への影響は限定的だとみている。金融市場では、無担保コールレートやターム物金利、長期金利等は、極めて低水準で推移している。企業金融も、CP・社債市場をはじめ、全体としては緩和の動きが続いている。企業の資金繰り判断DIや金融機関の貸出態度判断DIをみても、大企業、中小企業ともに引き続き緩和的な環境となっている。為替市場をみると、対ドルでの円高基調に加え、対ユーロでも、債務危機への懸念が再び強まる中、約2か月半振りの円高水準となるなど、企業のマインド悪化や輸出への下押し圧力となっている。株価は、一旦持ち直したが、足許は弱含んでいる。こうした円高、株安は、回復過程にある我が国経済の制約要因となることが懸念され、その動向には十分な注意が必要である。

以上のような金融面の動向等を踏まえた金融政策運営であるが、まず、次回会合までの金融市場調節方針については、現在の方針を維持することが適当だと思う。先行きの金融政策運営については、我が国経済が物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、引き続き強力な金融緩和を推進するとともに、金融市場の安定確保、成長基盤強化の支援に着実に粘り強く取り組んでいくことが肝要である。現在は、強力な金融緩和措置のもとで拡充した金融資産の買入れ等を加速させており、その効果は、足許の極めて緩和的な金融環境となって確実に現れている。資産買入れについては、このうち社債買入れが2回連続で札割れとなるなど、残高の積み増しが難しくなっている面があるが、買入枠があること自体によって、社債発行環境を良好に保つ効果を発揮している。引き続き社債市場の動向を注視し、タイミングを計りながら、他資産とともに着実に買入れを実施していくことが大切だと思う。

次に、各国中銀協調によるドル資金供給オペについては、我が国でも13日の3か月物の入札で47億ドル、昨日は年末越えの2週間物で、同オペ再開後のピークとなる90億ドルの応札があった。ただ、本邦金融機関のドル資金繰りには特に問題はなく、これは経済合理性を判断したうえでの応札とみられる。ドル調達の中銀依存が強まっていくことで市場機能を制約する面はあるが、現在の環境を踏まえると、こうした利用がみられることがスティグマを軽減し、流動性懸念の緩和を通じ、短期金融市場の安定に繋がっているものとして、積極的に評価できることだと思う。

こうした状況を踏まえ、当面は、現在の政策措置に関し、海外金融経済情勢や円高等経済の下振れリスクに引き続き十分注意しつつ、その効果を確かめながら着実に資産買入れを実行していくことが大事であると思う。そしてこれからも、先行きの経済・物価動向を注意深く点検し、必要な場合には適切な措置を講じていくことが重要だと思う。以上である。

白川議長

亀崎委員 願います。

## 亀崎委員

欧州ソブリン問題を背景に、不安定な状態が続いている国際金融市場の中にあっても、国内金融市場はこれまでのところ比較的落ち着いた状態にある。すなわち、長短金利とも、本行による潤沢な資金供給や包括金融緩和の効果もあって、引き続き低水準で安定的に推移しており、インターバンク市場やレポ市場も正常に機能している。また、企業金融をみても、一部例外を除き、社債やCP、銀行貸出など、調達レートの面でも資金のアベイラビリティの面でも、中小企業を含めて良好な状態が続いている。こうした中、為替市場では1ドル77～78円前後の狭いレンジでの動きが続いている。ただし、円投ドル転コストについては、米ドル資金供給オペ金利の50bp引き下げ後に一旦は低下したものの、足許では再び上昇している。

まず、金融市場調節方針については、デフレ脱却に向けて、引き続き無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導目標を0～0.1%とし、実質的なゼロ金利政策を実施していくことが適切と考える。そのうえで、今後とも実質的なゼロ金利政策を継続するというコミットメントを維持し、時間軸を揺るぎないものとしていくべきだと思う。

次に、本行が実施している施策についてである。資産買入等の基金については、債務問題に端を発する欧州金融市場における緊張が世界の金融経済情勢の緊迫感を増幅している中で、予断を許すものではないが、少なくとも現段階では、買入期限である2012年末に向けて残り13兆円程度残高を積み上げていく中で、引き続き緩和効果を確認していくことが適切と考える。

被災地金融機関を支援するための資金供給オペについては、第7回、第8回と2回の資金供給を行い、資金供給額はそれぞれ12億円、52億円となった。引き続き貸付の申請ペースは低いままであるが、現地のニーズは十分満たしているものと思う。今後とも、被災地の資金ニーズを見極めながら、被災地金融機関の資金繰りが万全なものとなるようにオペを実施し



ていくべきと考えている。

成長基盤強化を支援するための資金供給は、12月に第6回本則分および第2期特則分の資金供給を実施した結果、本則分の残高については上限の3兆円に達しているほか、特則分の残高については527億円となっており、本則、特則のいずれも一定の成果を上げているものと考えられる。なお、先般、金融高度化センターが実施したABLセミナーでは、参加者数が620名に達するなど、関心の高さが窺われた。今後とも、こうした地道な啓蒙活動を継続することにより、ABL市場の活性化に努めていくことが重要であると思われる。

米ドルオペについては、欧州中央銀行のオペでは調達額が34先507億ドルとなったが、本行が実施した最近2回のオペでは、資金調達額はそれぞれ48億ドルと90億ドルになるなど、一定の役割を果たしているものとする。日本の金融機関は、ほぼ年末越え資金の手当てに目途がついているとみているが、欧州ソブリン問題から金融市場での緊張が高まる中、ドル資金調達レートが上昇しており、来年以降は金融市場の展開によっては、本オペの重要性が一層増すことが予想される。このため、今後とも着実に実行していくことが適当と考える。

本行は、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するために、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく旨、コミットしている。今後とも、先行きの金融経済・物価動向を注意深く点検しながら、必要な施策をプロアクティブに実施し、日本経済を支えていくことが肝要だと考えている。以上である。

白川議長

白井委員お願いします。

白井委員

まず、次回決定会合までの金融市場調節方針だが、現状維持、すなわち「無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移する

よう促す」で良いと思う。また、現段階では金融緩和を一段と強化する必要はないと判断している。その理由は、我が国の金融環境についてはかなり緩和的な状態が続いており、前回会合と比べて特段大きな変化が生じていないからである。以下、金融面の情勢を中心に私の見解を申し上げる。

金融資本市場の動向については、短期金融市場で資金余剰感が強まっている。翌日物無担保コールレート、ターム物の金利、ユーロ円金利、国庫短期証券利回りは全て低位安定している。こうした中で、本行の金利入札オペで札割れが続出し、前回会合以上に資金余剰感が強まっている。

米ドルの資金調達環境については、11月30日の本行を含む6中央銀行のドルオペの拡充策を実施後、実際に応札もあり、一旦は円投ドル転コストが大きく低下した。しかし、足許では高止まりしている。現時点では、邦銀にとってドルの量の調達が困難になっている状況ではないようであるが、ドル調達コストの上昇が、年末に向けたドル資金の出し手の減少によるのか、来年ユーロ圏を中心に一層厳しい経済金融情勢になると見込んでの予備的なドル確保の動きを反映したものでもあるのか、見極める必要があると思う。

債券市場については、比較的落ち着いており、長期金利は、ドイツ国債入札の札割れを契機に上昇する局面もみられたが、足許にかけて低下しており、総じてみれば低位安定している。円が国際通貨としての地位を維持しており、円資産の中で流動性が高い国債が選好されること、国際金融情勢が不安定化する中で流動性選好が強まっていること、我が国の経常収支、対外純資産の動向などから外資依存度が高まる状態でないことなどを考慮すれば、当面は長期金利の低位安定が続くとみている。とはいえ、最近、日本の財政問題と国債利回りについての報告書や言及が増えていることには、注意する必要があると思う。例えば、IMFはG20向けに用意した対日持続性報告書において、我が国の金利上昇リスクについて警告している。IMFは、金利上昇のシナリオとして二つ示し、一つは、民間需要を基に経済成長率が高まることで金利と成長率の格差が拡大しない望ましいシナリオと、もう一つは、市場が財政持続性への懸念を高め、財政改

革の遅れ、民間貯蓄の減少、経済成長の長期停滞、日本の投資家による国債離れなどによって、国債利回りのリスク・プレミアムが突然上昇する懸念シナリオを提示している。この後者の懸念シナリオが実現すると、我が国の実体経済や株価へ悪影響を及ぼし、国際金融市場の流動性を突然低下させるリスクがあると明記している。また、最近発表されたIMFのワーキングペーパーでは、銀行が日本国債保有を増加させているため金利リスクが高まっていること、金利の変動が拡大すると、国債保有の短期化や売却が促されて財政再建が難しくなる可能性について分析している。現時点では、国債需要が旺盛で利回りの低下圧力の方が大きい、できるだけ早く財政再建が必要だとの結論には、注意を払う必要がある。話を元に戻すと、社債についても、資金が潤沢な中、投資家の需要が大きく、日本銀行による社債買入れの入札でも札割れが生じるほどで、超過需要の状態である。この間、社債の対国債スプレッドは、業績が下方修正されている格付けの低い銘柄を中心に上昇している点に変化点であるが、全体としては低水準横這いで推移している。

企業金融については、資金調達コストは低水準で推移している。貸出約定平均金利は、極く足許でやや上昇したが、総じて横這い圏内にあり、長期については低水準で推移している。CPの発行金利も、低水準で推移しており変化はない。社債については、一部の低格付け銘柄以外では、発行レートは低水準で推移している。資金供給面については、金融機関の貸出態度は緩和的である。CPや社債の発行環境も、投資家の運用ニーズが強く、良好である。資金需要面では、海外M&A案件や電力企業の資金需要を中心に増加がみられ、今後は設備投資計画に沿って、ある程度設備投資関連の貸出が増えると予想される。この間の資金調達動向をみると、大手銀行による貸出が幾分積極化しており、CPや社債の発行額も前年を上回って推移している。こうした状況下で、企業の資金繰りは総じて改善した状態にある。

最後に、最近の世界マネーの動きに新しい変化が起きている可能性について触れたいと思う。例えば、10月の米国TICデータによると、海外

から米国への証券投資額が激減し、かろうじて買越しを維持した。これは、ユーロ圏、英国、中国が米国債券を買越しから売越しに転換した中で、日本や他の諸国からの対米投資があまり増えなかったため、全体として対米証券投資が減少したことによるものである。一方、米国から海外への証券投資については、9月から売越しに転じている。これは、ユーロ圏や英国向けの債券の売越しを、日本などアジア向けの買越しによって相殺し切れずに、全体として売越しになったものである。こうしてみると、米国とその他諸国の間では、お互いに資金を引き揚げる動きが強まっている可能性があり、全世界的にリスク回避姿勢が高まっている一つの証左と言えるかもしれない。さらに、先程も申し上げたが、ユーロ圏からアジアへの証券投資や銀行活動は小さくない。このため、欧州問題が深刻化すれば、直接的にだけでなく、米国やアジアを介した資本フローを通して、我が国に影響が及ぶ可能性がある。テール・リスクは無視できないので、私自身、慎重に今後の欧州の動向を見守りたいと思うし、必要があれば一段の金融緩和措置を含めた対応を検討したいと考えている。私からは以上である。

白川議長

山口副総裁お願いします。

山口副総裁

我が国の金融環境については、「緩和の動きが続いている」という評価で良いと思っている。そうした意味では、欧州ソブリン問題に端を発する国際金融資本市場の緊張が、我が国の金融環境に及ぼす影響は引き続き限定的であると思っている。当面の金融政策運営についてであるが、当面の金融市場調節方針は、現状維持が適当だと思っている。資産買入等の基金については、基金の上限 55 兆円に向けて着実に資産の買入れを進めていくということで良いと思っている。

次に、成長基盤強化支援のための資金供給についてである。12月7日に実施した特則に基づく貸付は、175億円にとどまった。前回に比べても

少額であったが、A B Lの市場規模や貸出体制の整備にそれなりの時間を要することを考えれば、想定された金額の範囲内と言えると思っている。今後とも、金融機関によるA B L等への取り組みを一層促すよう、我々として努めていくことが必要だと思っている。

最後に、海外発のテール・リスクを金融政策運営上どのように考えておくかという点について、一言述べておきたいと思う。本来、テール・リスクについては、我々の政策運営の枠組みとの関係では、第2の柱の中で点検すべき対象である。発生の確率が低くても発生した場合に経済へのダメージが非常に大きいリスクに関しては、それを予め封じ込めるような手立てを模索し、必要であれば何らかの方策を実施しておくべきという考え方である。現下の欧州ソブリン問題は、もはやテール・リスクを秘めたものと言っても言い過ぎではないと思っている。しかしながら、海外発であるが故に、我々の対応に限界があることも事実である。ただ、事態がここまで進展してきているもとの、欧州ソブリン問題は、日本経済、世界経済にとっての最大のリスク要因であるという認識を対外的に示していくことだけで十分かどうか、考え得る政策オプションを提示していくことを含め、コミュニケーション上の工夫が必要かもしれないと考えている。私自身、今の時点で明確な答えがある訳ではない。問題が表面化したところで迅速に対応するということが基本になるとは思っているが、本当にそれだけで良いのか、今後ともしっかり検討していくべきテーマではないかと考えているところである。私からは以上である。

白川議長

宮尾委員お願いします。

宮尾委員

それでは、金融環境並びに金融政策に対する意見を申し上げる。まず、我が国の金融環境であるが、企業の借入れコストやアベイラビリティといった企業の資金調達環境に関してみると、前回会合時から引き続き緩和

の動きが続いている。一方、金融機関の資金調達環境に関しても、本行による潤沢な資金供給のもとで、外貨も含めて資金繰りに特段の問題はみられていないと判断している。この点について、6か国中央銀行によるドル供給オペ実施後も、邦銀のドル調達コストはドルオペ基準レートよりも高止まっているという点については——皆様も言及があったが——、ドル需要の逼迫というよりは、むしろ邦銀の間に裁定機会の利用などオペ活用の余地が残っているという可能性が考えられる。この点、先程、石田委員から裁定プレイヤーが減っているというご指摘があったが、そういった状況を反映しているのではないかと思われる。年明け以降のドル需要動向とも併せて、ドル調達コストの水準については注視していきたいと思う。

次に、実体経済へ影響を及ぼし得る金融資本市場動向という観点から、金融環境を点検したいと思う。前回会合でも申し上げたが、為替レートと株価の評価である。前回会合以降、為替レートは対ドルで77円台後半、対ユーロでは101～105円といった水準で推移している。こういった為替レートは、基本的に円高水準であると思われるが、これの我が国の景気に与える影響は、プラスマイナスの効果を総合して、全体でみてやはり下押し圧力が作用していると考えている。この点について、欧州問題のさらなる深刻化の可能性などを考えると、今後も対ドル、対ユーロの両面から円高圧力が継続するという可能性には、注意が必要であると認識している。また、株価については、世界的なリスク回避傾向や円高継続などに伴い、TOPIXなど国内の株価は既往ボトムの水準で低迷した状況である、というのがこの3～4か月ずっと続いている。株価の低迷は、前回も指摘したが、企業経営者の投資マインドと、企業の将来収益というファンダメンタルズの両面から、国内の設備投資へ負の影響を及ぼし得るという点について、引き続き強く懸念をしている。金融環境の最後として、インフレ予想についてであるが、概ね横這い圏内で推移しているとみられる。ただ、企業や家計、エコノミストのインフレ予想の一部で若干弱い動きもみられており、この点について注意が必要と考えている。

以上申し述べた金融環境、並びに前半で述べた景気・物価情勢を踏まえ

て、金融政策に関する意見を申し上げる。景気の現状認識については、現状の生産・輸出を中心に回復に足踏み感がみられ、先行きに関しても当面横這い圏内が続くとみられることから、景気認識としては幾分下振れたと認識している。これが、展望レポートのメインシナリオで見通していた範囲内で概ね収まるのかどうか、あるいはメインシナリオとリスクの両面で下振れがさらに強まるのかどうかという点については、今後の欧州情勢、海外経済の影響を強く受ける生産・輸出の動向、そして国内設備投資といった側面が、私自身、とりわけ重要なカギを握ると考えている。そういった点を含めて、次回決定会合での中間評価に向けて、今後のハードデータや市場動向を引き続き慎重に検討していきたいと考えている。以上を総合して、次回までの金融市場調節方針、並びに金融政策運営については、現状維持が適当と考える。

最後に、先程、西村副総裁がご指摘された政策効果を計る努力に関して、私も是非、執行部等にお願ひできればと思う。直ぐ思い付くのは、既存の経済構造を前提としたマクロ計量モデルが我々にはあるので、色々な政策効果のシミュレーションが、色々なシナリオを考えて可能だと思う。例えば、一番基本的であるが、やや長めの名目長期金利が若干低下した時に、それが伝統的な金利チャネルや資産価格や為替レート等様々な経路を通じて、我が国の景気や物価に影響を及ぼす、というカウンターファクチュアルなシミュレーションは可能かと思われる。そういうものを出発点にして、もしインフレ期待等にも働きかけ得るとするならば、それは実質金利の低下という形で、また効果が追加されるのかもしれない。そういったことも含めて、政策効果の定量的な分析のトライを是非検討頂ければと思う。以上である。

白川議長

まず、金融市場調節方針であるが、無担保コールレートの誘導目標を現状維持とするということで、全員が一致していた。日本銀行は、包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらに金融市場の安定確保

や成長基盤強化の支援を通じて、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、中央銀行としての貢献を粘り強く続けている訳であるが、今後ともそうした方針で臨んでいくということであったと思う。そう申し上げたうえで、日本銀行自身が行っている政策についての評価を幾つか申し上げたい。

まず、ドルオペである。先般これを拡充し、これをどのように評価するかは色々あり得るが、少なくともスワップレートのさらなる上昇には、取り敢えず歯止めが掛かっている、ということはプラスだと思う。何よりも、6中央銀行がこうした体制にあるということのメッセージ効果は、しっかりあると思う。また、今般、ドル以外の通貨についてもスワップ網を組むことになったが、これは考えてみると、リーマン・ショックが起きた時にはこういうことは勿論なかった訳で、こうした体制がしっかり組まれていることの意味合いは大きいと思う。特に来年は、先程の前半のセクションでも議論があったが、欧州系の金融機関それから周縁国のリファイナンスが金額的にも相当重なってくるので、その時期に金融市場の安定をしっかりと確保するのは大変大事な課題だと思う。テール・リスクが顕在化するかどうかは、現象的には金融市場が不安定化するかどうかにかかっているので、この面での役割は非常に大きいと思っている。

また、全員が基金について言及されたが、8月と10月の基金の増額の効果をどのように評価するかである。既に金融環境は極めて緩和的であるので、そこからの限界的な効果を計数的に捉えようと思うと、それほど大きくないという形にもなるが、先程、西村副総裁がおっしゃったように、金融環境がそうではなかった場合、つまりカウンターファクチュアルな状況を考えた場合、これはそれなりの効果を及ぼしていると思う。これだけ欧州の問題が深刻化している中で、日本でリスク回避姿勢が強まるのが今のところ避け得ている訳なので、それは本行の基金の存在だけではないが、これは相応の効果を発揮していると思う。森本委員から昨日も今日も言及があったが、社債の札割れをどのように考えるかである。森本委員もおっしゃったように、こういう枠が存在すること自体が安心感に繋がって



いるということで、来年の12月に向けて基金を積み上げていくオペレーションを着実に進めていくことが大事だと思う。

それから、西村副総裁と宮尾委員から、できればその定量的な研究をして欲しいということであった。企画局も色々な案件が集中しているので、これだけやるという訳にはなかなかいかないと思うが、リソース制約をみながら、しかしできることがあればやって頂きたい。私自身、定量評価について多少ミックスの気持ちがある。FRBが定量評価をやっている。確かにあれは定量評価ではあるが、あのイベントスタディに本当のところ意味があるのかというと、私自身はほとんど意味がないと思っている。しかし、数字を一応出していることによって、FRBは定量評価をやっている、という評価にもなっているので、そういうのをみると、やっておいた方が無難ではないかという気もする。しかし、その研究成果を、実は私自身シリアスに受け止めることは、少なくともFRBについてはない。日本銀行がやる場合には、そういうものではないものを期待する。しかし、既存のモデルが勿論ある訳だが、その既存のモデルは現在我々が直面していることを取り込んでいないモデルなので、そのモデルから出る結論に果してどの程度意味があるのかという感じも、一方です。その意味では、難度の高いものなので、本当にそれができるのかどうかについては、私自身はかなり懐疑的ではある。しかし、諦めずに取り組んでいく姿勢は大事だという意味において、できることがあれば、ということである。形を作るだけの定量評価は、勿論それも時として必要だと思うが、しかし本当に必要なことは実態的にどうなのかということだろうと思う。

また、成長基盤強化支援について、何人かの方が言及された。我々としては、本則の方のオペがほぼ残高に到達しているので、特則オペの方に関心があるが、これは金額の大小ということではなく、本行のこうした動きもあって、民間金融機関がそれに取り組んでいくことを側面から支援したいということであって、そういうことからすると、先般のABLセミナーの活況にも表われているように、それなりの効果もやはり発揮していると思うので、引き続きそうした面でも努力を宜しく願います。取り敢えず

以上である。

#### 中村委員

山口副総裁が指摘されたのは、欧州のソブリン・リスクの問題に対してリスクを指摘すると、それに対して金融政策で何をやろうとしているのか、どういう方法があるのかを考える必要があるのではないかというご指摘だったと思う。私もそう思うが、我々は8月にかなり予防的な対応を行ってきており、さらにこれに重ねてというのは、なかなか今の金融環境では悩ましい。今回のドル・スワップなども含め一連の様々な対策の全てが予防的なものでもある。そういったことを、今までも金融政策決定会合のたびに言っているが、そういった色々なバックストップというか、そういうことを我々はやっているのだということを、さらにアピールするべきではないかという気がしている。

#### 山口副総裁

そうだと思う。ただ、先程申し上げたように明快な答えがある訳ではない。金融政策での対応と、金融機関の経営面あるいは金融システム面で対応する政策との両方があるのだろうと思う。それらを踏まえた形で何かコミュニケーション上の工夫をしていかなければいけない時期がくるのかもしれない。私自身も対外的に、欧州のソブリン問題は最大のリスクだということは言っているが、最大のリスクだと分かっているなら、何らかの対応は考えているのかといった問いかけが自然に出てくる訳である。勿論最大のリスクではあっても、そのリスクの顕現化の仕方が事前には分からない以上、出てきたところで対応を考えるしかないのが基本とは思っている。ただ、我々として何らかの外に語っていけることがあるのかどうか、知恵を出してみる価値はあるのではないかと考えているということである。

#### 宮尾委員

先程の政策効果の定量分析について若干補足であるが、既存のモデルで

やることには、白川議長がおっしゃるように、色々なリザベーション、留保条件が付くのは、本当にそのとおりだと思う。それを十分踏まえたうえで敢えてもう一点補足させて頂くと、効果だけでなく副作用に関しても、何らかの手触り感が得られるのではないか。我々が一番心配するのは、こういう量の拡大を続けていって、インフレのリスク、あるいは長期金利が悪い意味で上昇するリスクといったものも懸念したりもする。効果と同時に副作用の手触り感も、色々な留保条件のもとで、何かできないのかと思ったりしている。それは、さらに難度の高い要求かもしれないが、そういったことも含めて、今我々がやろうとしていることの効果と副作用についてよくコミュニケーションを図る必要があり、何らかの一つの目安になるようなプロジブルな結果が得られれば参考になるのではないか。そういうものがもし得られれば理想だと思う次第である。

#### 白川議長

まさに、おっしゃるとおりなのが理想ではある。しかし、効果についてもなかなか定量評価は難しいと思うが、副作用は、私自身は今直ぐこういう副作用があるという形で定量化できる性格のものではなく、多分累積効果として非連続的にそれが起きてくるという性格のもので、それをある意味で線形化して定量化した途端に、実は副作用を矮小化した形になるのではないかという感じもする。ただ、そうではあっても可能であれば勿論それはそれでやる価値はあるが、なかなか副作用というものの性格からしてそれに馴染まないという感じがする。ただ、過去に起きた色々な、例えば金融危機の時にどういうコストがあったのかという時に、例えば、失われた雇用が幾らかということは計算ができる。しかし、そうしたものを引き出す要素の一つとして、例えば、色々な措置があった場合に、それをどうやって定量化していくのかはなかなか難しく、起きた現象のコストの計算はできるが、ある政策措置のコストの定量化は本当にできるのだろうかという気はする。

テール・リスクについては、金融システムの不安定化という形で現れて

くるものだと自分自身は思っている。そういう意味では、分類学自体に興味がある訳ではないが、広い意味での金融システム政策の問題だという感じがする。勿論、金利が有意に高い世界であれば、狭義の金融政策の世界での問題でもあるが、しかし今改めて日本の金融環境をみた場合に、勿論名目金利も低い、その名目金利の一つでもある信用スプレッドを加味した、例えば社債でみて、その期待インフレ率を除去した実質社債金利をみると、日本は今世界で一番低い。短期の世界も含めて、そういう意味では、そういう金融環境が現にできている。金融政策は、結局のところ、金利あるいは量のアベイラビリティということになるが、金利の面では、ここまで下がってきている。一方、アベイラビリティは、金融システムが不安定化する時に量が確保できないということなので、それはまさにラストリゾートとしてしっかり行動するということである。そういう意味では、どのようなインスツルメントを使うかについては、色々なバリエーションがあるが、しかし本質的には金融システムの話だと思う。

#### 白井委員

私もそれについては全く同感である。山口副総裁の話も中村委員の話も聞いて、山口副総裁のおっしゃることも本当にそのとおりでと思うし、コミュニケーション上何ができるかは是非考えていく必要はあると思う。ただ一方で、中村委員もおっしゃったように、今色々なことをやっている、このところを、もうきっちりやっているという構えを、メッセージとしてよりきっちり伝えていくことも重要ではないかと思っている。

#### 白川議長

そういう意味では、勿論これから色々と議論していく話であるし、金融政策決定会合だけでは勿論ないのだが、中央銀行として金融システムの安定をしっかり確保していくということは、日本銀行として繰り返し言っていて、多分これが最大のメッセージだと思う。他の中央銀行の総裁のメッセージも注意してみているが、一つはそのメッセージだと思う。それから、

金融政策についてみると、日本銀行としていつも言っている「デフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく」という、これが大方針だと思う。そのうえで、必要なことは多分骨太の情報発信だと思う。その意味では、骨太の情報発信は、勿論これもさらに考えていく必要がないとは言えないが、日本銀行として、現在も相当程度これはやっているという感じはする。

他にないか。それではここで、政府からの出席者の方々にご発言をお願いしたいと思う。最初に、財務省の藤田幸久副大臣をお願いします。

#### 藤田財務副大臣

我が国の経済情勢をみると、持ち直しているものの、そのテンポは緩やかになっている。円高や欧州債務問題に対する懸念による海外経済の停滞感の高まり等が、引き続き景気を下振れさせる重大なリスクとなっており、政府として大変懸念している。

本格的な復興予算である平成 23 年度第 3 次補正予算が先月成立した。第 3 次補正予算は、過度な円高への対応にも資する施策を盛り込んでおり、速やかに執行することで、我が国経済社会の再生を実現していく。さらに昨日 20 日、平成 23 年度第 4 次補正予算の概算について閣議決定した。これは、義務的経費等の追加やその他の追加財政需要に対応するためのものであり、公債の追加発行を行わずに編成している。

また、先般 12 月 10 日、「平成 24 年度税制改正大綱」を閣議決定した。この中では、成長戦略に資する税制措置、税制の公平性確保と課税の適正化、平成 23 年度税制改正の積み残し事項への対応等の措置を図ることとしている。今後、この大綱に沿った、所要の法案を国会に提出することとしている。

政府としては、円高や海外経済の停滞懸念による景気下振れリスクが非常に高いことなどを踏まえ、今後のマクロ経済運営においては、引き続き、細心の注意を払いつつ、適切に対応していくことが重要と考えており、日本銀行と一体となって取り組んでいきたいと考えている。日本銀行におか

れても、引き続き、現下の厳しい経済状況に対する認識を政府と共有し、海外経済の動向や為替市場を含む金融資本市場の変動が我が国経済に与える影響等を踏まえながら、果敢な金融政策対応をお願いしたいと考えている。以上である。

白川議長

内閣府の石田勝之副大臣願います。

石田内閣府副大臣

我が国の景気は、引き続き持ち直しているものの、そのテンポは緩やかになっている。先行きについても、復興需要により景気の緩やかな持ち直し傾向が続くことが期待されるが、円高や海外景気の下振れ等のリスク要因に十分警戒する必要がある。特に、欧州政府債務危機については、EU首脳会議等の取り組みが行われているものの、金融資本市場の不安定な状況が続いている。また、先行きの世界経済の減速を見込んで、海外の中央銀行で金融を緩和する動きがみられる。こうした中で、政府と日本銀行が引き続き警戒感、危機感を共有し、緊密な連携を図ることが重要である。

政府としては、震災からの復興に全力を尽くすとともに、円高等による景気下振れリスクに対処していくため、「円高への総合的対応策」及び平成23年度第3次補正予算を、迅速かつ着実に実行していく。また、12月20日には、エコカー補助金3,000億円を含む第4次補正予算を閣議決定した。今後、震災復興と日本経済の再生に重点を置いた平成24年度予算を早急に編成し、これらの速やかな国会提出及び成立に努めていく。

さらに、政府は、中期的に財政再建へ向けた歩みを着実に進めるため、現在、社会保障・税一体改革に全力を挙げているところである。他方、我が国経済は、依然緩やかなデフレが続いており、デフレからの脱却は10年以上に亘る未だ克服できない課題となっている。復興需要が見込まれる今こそ、政府と日銀が一丸となって、デフレからの脱却に腰を据えて取り組むべき時である。日本銀行におかれては、景気下振れの回避に加え、デ

フレ脱却に向け、適切かつ果敢な金融政策運営をお願いする。以上である。

## VI. 議案の取りまとめ・採決

白川議長

それでは、金融市場調節方針の議案、及び対外公表文の議案の取り纏めを行いたいと思う。執行部はこれらの議案を用意し、説明をお願いする。

[事務局より議案配付]

門間企画局長

まず、議長案を読み上げさせて頂く。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。1. 次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。記。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. 対外公表文は別途決定すること。以上」である。

次に、対外公表文である。「2011年12月21日。日本銀行。当面の金融政策運営について。1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致または賛成○反対○）。無担保コールレート（オーバーナイト物）を、0～0.1%程度で推移するよう促す。2. わが国の経済は、海外経済の減速や円高の影響などから、持ち直しの動きが一服している。すなわち、国内需要をみると、設備投資は緩やかな増加基調にあるほか、個人消費についても底堅く推移している。一方、輸出や生産は、海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響もあって、横ばい圏内の動きとなっている。企業の業況感については、内需関連業種に底堅さがみられるものの、全体としては、改善の動きが鈍化している。この間、国際金融資本市場の緊張度は引き続き高いものの、わが国の金融環境は、緩和の動きが続いている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、概ねゼロ%となっている」。

前回からの変化を申し上げる。1行目であるが、前回は「持ち直しの動きが続いているものの」、「そのペースは緩やかになっている」となっていたが、今回は「持ち直しの動きが一服している」ということである。その前の部分だが、「海外経済の減速や」の後に「円高」という言葉が前回から付け加わっている。輸出や生産であるが、ここも前回は「増加を続けているが」、「そのペースは緩やかになっている」としていたのに対して、今回は「横ばい圏内の動きとなっている」ということである。企業の業況感については、今回は短観があったので、それを踏まえて書いている。それ以外は物価面、金融環境を含めて変更はない。

第3パラグラフである。「先行きのわが国経済は、当面、横ばい圏内の動きになるとみられるが、その後は、新興国・資源国に牽引される形で海外経済の成長率が再び高まることや、震災復興関連の需要が徐々に顕在化していくことなどから、緩やかな回復経路に復していくと考えられる。消費者物価の前年比は、当面、ゼロ%近傍で推移するとみられる」。前回からの変更点は一箇所、1行目である。「当面」の後だが、前回は「海外経済の減速や円高に加えて、タイの洪水の影響を受けるとみられる」と書いていたが、今月はその影響を受けて、現状の方を変えているので、先行きはそれに対応して変えている。

第4パラグラフである。「景気のリスク要因をみると、欧州ソブリン問題は、欧州経済のみならず国際金融資本市場への影響などを通じて、世界経済の下振れをもたらす可能性がある。米国経済については、バランスシート調整の影響などから、減速が長引く可能性がある。新興国・資源国では、物価安定と成長を両立することができるかどうか、なお不透明感が高い。海外金融経済情勢を巡る以上の不確実性が、わが国経済に与える影響について、引き続き注視していく必要がある。物価面では、国際商品市況の先行きについては、上下双方向に不確実性が大きい。また、中長期的な予想物価上昇率の低下などにより、物価上昇率が下振れるリスクもある」。このパラグラフは前回から変更ない。

第5パラグラフである。「日本銀行は、資産買入等の基金の規模を累次



にわたり大幅に増額し、そのもとで、金融資産の買入れ等を着実に進めている。また、日本銀行は、「中長期的な物価安定の理解」、下に脚注 2 があって、「消費者物価指数の前年比で 2%以下のプラスの領域にあり、中心は 1%程度である」、本文に戻って、「に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続していく方針を明らかにしている。日本銀行としては、こうした包括的な金融緩和政策を通じた強力な金融緩和の推進、さらには、金融市場の安定確保や成長基盤強化の支援を通じて、日本経済がデフレから脱却し、物価安定のもとでの持続的成長経路に復帰するよう、中央銀行としての貢献を粘り強く続けていく方針である」。このパラグラフも変更はない。以上である。

白川議長

ご質問、ご意見はないか。ないようであれば、最終案が纏まった。最初に金融市場調節方針の採決を行い、その後対外公表文の採決を行う。申し訳ないが、政府出席者には一旦ご退席をお願いします。

[政府からの出席者退室]

それでは、金融市場調節方針に関する採決をお願いします。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。賛成 9、全員一致である。

白川議長

雨宮理事と金融市場局長には、ここに定められた方針に沿って調節に努めるよう、これをもって指示する。事務局は公表準備を開始するとともに、ただ今の金融市場調節方針に関する採決の結果を入れた対外公表文の議案を作成して頂きたい。

それでは、対外公表文の採決をお願いします。

[議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果である。賛成 9、全員一致である。

白川議長

対外公表文は会合終了後直ちに公表することとしたいと思う。事務局は対外公表文の公表準備を始めて頂きたい。それから、政府出席者を呼び戻して頂きたい。

[政府からの出席者入室]

全員一致であった。

VII. 議事要旨（11月15～16日、11月30日開催分）及び2012年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日の承認

白川議長

最後に、11月15、16日開催分と11月30日開催分の決定会合の議事要旨、及び2012年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日について、一括してお諮りする。お手許に配付した議事要旨案及び日程案について、ご異議はないか。ないようであれば採決をお願いします。

[金融政策決定会合議事要旨（11月15～16日開催分）の議案について、事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[金融政策決定会合議事要旨（11月30日開催分）の議案について、事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁

西村副総裁

中村審議委員

亀崎審議委員

宮尾審議委員

森本審議委員

白井審議委員

石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

[2012年1月から12月の金融政策決定会合の開催予定日の議案について、事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：白川総裁

山口副総裁  
西村副総裁  
中村審議委員  
亀崎審議委員  
宮尾審議委員  
森本審議委員  
白井審議委員  
石田審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：なし

飯野政策委員会室長

採決の結果を申し上げる。議事要旨、決定会合の開催予定日、いずれについても賛成9、全員一致である。

白川議長

議事要旨及び日程はいずれも原案どおり承認された。議事要旨については、27日火曜日8時50分に対外公表する予定である。また、日程については、本日の会合終了後速やかに公表することとする。

VIII. 閉会

白川議長

以上で本日の議事を終了した。次回は、2012年1月23、24日に開催する予定である。決定会合における議論の内容は、ご自身の発言も含め、厳に出席者限りとし、議事要旨及び議事録という一定のルールに沿って開示する取扱いとなっている。決定会合への信認を確保する観点から、政府出席者の方々も含め、この場の皆様におかれては、厳正な機密管理をお願いする。それでは事務局は解禁時刻を確認して頂きたい。

橘政策委員会室企画役

申し上げる。解禁予定時刻は12時16分である。

白川議長

解禁時刻が12時16分となった。以上をもって閉会とするが、報道の解禁まで会議室から出ないようにお願いします。政府出席者の方におかれては、控室で解禁をお待ち頂いても結構である。

(12時11分閉会)

以 上